التـــوريـــق

الماهية - المزايا - الإجراءات - العناصر

التوريق فى الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية



محمد أحمد غانم

2009



التوريق

الماهية -المزايا - الاجراءات - العناصر
التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية

محمد أحمد غانم

٢٠٠٩



المقدمة

حدد القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أنــشطة الــشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فى المادة (٢٧) ، ثم أضيف إليها – بقرارات وزارية - أنشطة جديدة فى ضوء ما طرأ على الاقتصاد القومي من متغيرات ، ومــن بــين هــذه الأنــشطة المستحدثة نشاط توريق الحقوق المالية الذي اضــيف بــالقرار الـــــــوزاري رقــــــــم ٦٩٧ لــــــــــسنة ٢٠٠١.

كذلك فقد تناولت المادة (١١) في القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري موضوع التوريق ، حيث أجازت للممول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحــدى الجهــات التي تباشر نشاط التوريق ، وتلتزم الجهة المحال لها بالوفــاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تــواريخ استحقاقها من حصيلة تلك الحقوق . ويضمن الممــول الوفــاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية

التوريق المــصرفي Securitizationهـــو أداة ماليـــة مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة مــن الــديون المتجانسة والمضمونة كأصول ، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهــور مــن خــلال منــشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية ، تقليلا للمخــاطر ، وضـــمانا للتــدفق المــستمر للــسيولة النقديـــة للبنــك.

لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسنيد) في تحويل القروض إلى

أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.

وعلى ذلك ، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقته أو معبرية Bridging أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية ، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة ، يمكن خلق أصول مالية جديدة ، وتوفير تدفقات نقدية.

وتقوم تكنولوجيا التوريق اساسا على الابداعات المستمرة في هيكلة الموجودات ، وتبويبها بما يساعد على تقييم ادائها من جهة ، والتمويل اللاحق من جهة أخرى ، بهدف تحقيق الدخل ، واستبعاد مخاطر الافلاس.

يتضح مما تقدم ، أن عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة The conversion of illiquid Assets to Marketable securities

والتوريق Securitization باعتباره اداة قانونية وتمويلية حديثة على المعاملات المالية في مصر – ما هو مفهومه .. عناصره .. اهدافه .. انواعه واساليبه .. مزاياه وتكاليفه ؟ .. كيف يتم تطبيقه ؟

هذا هو ما ستقدمه هذه الدراسة.

الفصل الاول

ماهية التوريق

- الـــديون الرهنيـــة المدعمـــة ســـندياً « la titrisation » (التوريق):

مع تطبيق قانون الرهن العقاري يصبح التوريـــق أحـــد الآليات الهامة لتفعيل القانون. والتوريق هو إحدي أدوات تنشيط سوق المال والتوريق كما انه أحد الأدوات المالية الحديثة الهامة وهي وسيلة لتوفير سيولة آلية الأصول غير سائلة تتمثل الغالبية منها في قروض متوسطة وطويلة الأجل ..

ومع الاتجاه إلي زيادة مدة التمويل وضخامة المشروعات الستثمارية المطلوب تمويلها تزايدت اهمية عمليـــات التوريـــق كعلاج ناجح في زيادة قدرات شركات التمويـــل علـــي تـــسييل القروض الممنوحة لعملائها المستثمرين خاصة وهي أنهـــا ذات آجال طويلة من ٢٠-٤٠ سنة وذلك لاستخدامها في منح قروض جديده لعملاء آخرين .

التوريق هو تسييل الديون العقارية القائمة وذلـــك عـــن طريق ايجاد أصول مالية جديده بمعني تحويل الاصول الماليـــة من المقرض الأصلي إلي الاخرين والذي يتم غالبا من خـــلال المؤسسات المالية و البورصة .

تعريف الديون المدعمة سندياً: وهي تقنية من خلالها يتم التنازل عن مجموعة من الديون (هي في الأساس قروض) إلى معبريه مالية « véhicule financier »، حيث تُمَـــول هـــي

الأخرى بإصدارها لأوراق مالية تطرح في السوق. تشكل هذه الأوراق المالية القيمة المقابلة للديون .

و تعرف كذلك بأنها تقنية لتحويل المخاطر، تساهم في الفعالية المتنامية للنظام المالي .

كما تسمى هذه العملية بالتوريق المصرفي، و هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك. لذلك يتمثل مصطلح التوريق (أو التسنيد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول "Marketable Securities" أي تحويل الديون من المقرض الأساس إلى مقرضين آخرين. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبريه "Bridging" أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية. وتقوم تكنولوجيا التوريق أساسا على الإبداعات المستمرة في هيكلة الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدخل، واستبعاد مخاطر الإفلاس .

و يطلق البعض الآخر على عملية "la titrisation" مصطلح الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة، بوصفها أداة

للربط بين السوق المصرفية و بين سوق المـــال، مـــن خـــلال عمليتين: يناط بالأولى إعادة تمويل مانح الائتمان عبـــر نقـــل أصوله غير السائلة و المتمثلة في محفظة حقوقه على مدينـــه، إلى المنشأة الوسيطة بطريق حوالة الحـــق. و تخـــص الثانيـــة بتفتيت هذه الأصول إلى وحدات تطرحهـــا المنـــشأة الوســـيطة للاكتتاب في صورة صكوك مالية قابلة للتداول.

و لقد انتقدت تسمية التوريق كونه مصطلح غير جـــامع لأنه يبرز فقط إحدى مراحل عملية الاستثمار، و هي المرحلـــة الثانية التي يتم خلالها تحويل الحقوق إلى صكوك ماليـــة، دون الأولى التي تتمثل في نقل محفظة الحقوق إلى المنشأة الوسيطة. كما أنه مصطلح غير مانع، إذ أن تجسيد الحق في صورة ورقية ليست قصراً على هذا النظام، بل تمتد إلى الورقة التجاريـــة و فاتورة "ديلي" و فاتورة نقل الحق القابلة لعمل "بروستو" عن عدم دفعها و غيرها.

و بالنظر إلى التجارب الأجنبية، وبالتحديد فـــي البلـــدان الناطقة باللغة الإنجليزية، فإن الديون الرهنية يبدو بأنها تـــشكل الدعامة الطبيعية للقروض الرهنية المدعمة سندياً.

ونظراً لحافز التأثير الإيجـــابي لنظـــام "la titrisation" الذي أبرزه التطبيق العملي، قام المشرعون في العديد من الدول إلى مد نطاق تطبيقه خارج القطاع المصرفي. هذا فضلاً عن أنه يتيح أمام المستثمرين في أسواق المال أداة مالية جديـــدة هـــي صكوك الاستثمار الجماعي.

اذا مفهوم التوريق:

التوريق المصرفيSECurifization هـو آداة ماليـة مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة مـن الـديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحـد معد ائتمانيا ثم عرضه علـي الجمهـور مـن خـلال منـشأة متخصصة للاكتتاب في شكل اوراق ماليـة تقلـيلا للمخـاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.

لذلك يتمثل مصطلح التوريـق(التـسنيد) فـي تحويـل القـروض الـي اوراق ماليـة قابلـة للتداولMarketableSecuities اي تحويل الديون من المقرض الاساسي الي مقرضين أخرين وعلـي ذلـك تبـدو القـروض المصرفية وكانها قروض مؤقتة او معبرةBridging أي تنتقـل القروض عبرها من صيغة القرض المـصرفي الـي صـيغة الاوراق المالية فبالاعتماد علي الديون المصرفية القائمة يمكـن خلق اصول مالية جديدة وتوفير تدفقات نقدية .

وتقوم تكنولوجيا التوريق اساسا علي الابداعات المستمرة في هيكلة الموجودات وتبويبها بما يساعد علي تقييم ادائها مـن جهة, والتمويل اللاحق من جهة أخري بهدف تحقيـق الـدخل واستبعاد مخاطر الافلاس.

يتضح مما تقدم ان عملية التوريق تؤدي الـي تحـو ل القروض من اصول غير سائلة الي اصول سائلة

الهدف من الترويق ووسائله

والغرض من التوريق :

- إعطاء الفرصة لشركات التمويل العقارية لمنح تمويل جديـــد لعملاء آخرين

-تحسين معيار كفاية رأس المال لشركات التمويل العقاري طبقا لاتفاقية بازل

وقد فرضت عملية التوريق خصائص يجب توافرها في الديون المورقة هي كما يلي:

١- توافر ضمانات كافية لسداد القرض في المواعيد المحددة

٢- أن تدر هذه الديون بصفة دورية دخلا يعتبر كعائد مناسب لاستثماره

٣- أن يكون للديون المورقة الجاذبية الكافية لجذب المستثمرين

٤- أن تتميز الديون بالانتظام في السداد وذلك من خلال تحليل تكوين محفظة الديون وترتيب الديون بدرجات وفائهم بالتزاماتهم وعدم تعثر السداد

٥- أن تكون الديون القابلة للتوريق تتمتع فيما بينهما بخاصية التشابه ومقدرتها علي التنبؤ بتوقعاتها النقدية المستقبلية

٦- أن تتمتع هذه الديون بإمكانية تقدير مخاطرها غير المتوقعة

7- هل تقوم شركات التمويل بضمان سداد القرض وفوائده

٨- يلزم إعداد دراسة مستقبلية للقروض مع عمـــل جـــداول للتدفقات النقدية المتوقفة وربطها بالأقـــساط المـــستحقة علـــي القروض

كيفية إتمام عملية التوريق عن طريق٣ طرق رئيسية هي:-

١ـ استبدال الديون: وهي عملية تحويل الدين الأصلي تحـــويلا كاملا لكل من الحقوق والإلتزامات إلي ديون أخري وهذا يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف ذات الصلة بالقرض

٢- التنازل: بموجبه يتم التنازل عن المديونية إلي دائنين جـــدد مع إخطار المدين الأصلي بإستمرار التزامه بدفع أقساط الـــدين وانتقاله إلي الدائن الجديد. ويتم هذا التنازل إما بوجب اشعار أو عدم الاخطار.

٣- **المشاركة الجزئي**

كيف تتم عملية التوريق

الهدف من التوريق هو ربط الديون الأصلية بـــالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون فـــي شـــكل محفظـــة ، وحوالة المحفظة ، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظـــة مضمونة بضماناتها(الضمانات المتعلقة بالأصول)

وقد أوجب قانون التمويل العقاري ضرورة وجود ضمان من البنوك على الأوراق المالية المصدرة في شكل السندات التي يتم إنشاؤها بديلا عن الديون.

لذلك يستوجب توريق الحقوق المالية تجميع حزمة مـــن القروض أو الديون المتماثلة أو المتشابهة ذات التدفقات النقديـــة المستمرة في المستقبل، والمضمونة بأصول محددة ، وإصـــدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول ، بمعنى قيام المؤســـسات المعنية بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الـــديون المـــدرة للدخل التي لديها ، كالديون بضمان رهونات) العقارات- الآلات - .. الخ) . وعند قيام المقترضين (أو المدنيين) بسداد هذه

الديون مع فوائدها ، فإن حاملي الأوراق المالية يستفيدون بهذه التدفقات النقدية.

وتلجأ بعض شركات الإقراض العقاري إلى بيع مجمع من قروض الرهونات العقارية لشركة توريق ، والتي تقوم بمسك هذه القروض وتمويلها عن طريق إصدار سندات Asset Backed Securities –مطابقة لاستحقاقات القروض حيث تمكنها حصيلة السندات من شراء هذه القروض من المنشئ Originator، وهذه القروض تكون مضمونة بالرهونات العقارية.

وعلى ذلك ، فإن التوريق أو التسنيد يعني تكوين مجمعات متجانسة Pools من القروض العقارية ، ثم إعادة تحويلها إلى المستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية عادة ما تكون في شكل سندات ذات عائد دوري ثابت . ويحصل المستثمر حامل السند على الفوائد الدورية بالإضافة إلى أصل مبلغ السند ، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها ، وهكذا يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري أو سوق السندات ، التي يمكن أن يمثل جانب الطلب فيه صناديق التأمينات والمعاشات ، وصناديق الاستثمار، والمؤسسات المالية والاستثمارية ، وشركات التأمين والأفراد المستثمرين في شراء السندات والذين يبحثون عن عوائد ثابتة.

وهكذا تتمكن البنوك أو شركات الإقراض العقاري من الاستفادة من الأموال الناتجة عن بيع الأوراق المالية بالبورصة

، حيث يتم إعادة توظيفها بمنح قروض جديدة أو توظيفات أخرى مشابهة.

دوافع عمليات التوريق

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال ، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها ، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال ، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك.

والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسبا حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة Recycle Cash الناجمة عن توريق اصوله غير السائلة الضامنه لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك ، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية.

إلى جانب هذا ، أو بالتوازي معه ، ثمة مجموعة من الدوافع والاهداف لعمليات التوريق في مقدمتها ما يلي .

١- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لاعادة توظيفها مرة أخرى . مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

٢-تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية ، وبشروط واسعار افضل وفترات سداد اطول.

٣- تقليل مخاطر الائتمان للاصول ، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة

٤- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للاخطار المالية ، وإنعاش سوق الديون الراكدة

٥- تخفيف وطأة المديونية ، مما يساعد في تحقيق معدلات اعلى لكفاية رأس المال

٦- تنشيط السوق الاولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات .

٧- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة ، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية ، وتنشيط سوق تداول السندات.

٨- التوريق اداة تساعد على الشفافية ، وتحسين بنية المعلومات في السوق ، لانه يتطلب العديد من الإجراءات ، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض ، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

٩- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود ، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج ، أو بطاقات الائتمان وغيرها .

تكلفة التوريق

أن إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر ، إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين ، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية ، ودفع

اجور القائمين بعملية التوريق ، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية ، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف ، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع نظام التوريق.

ومن ناحية أخرى ، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان ، ومخاطر الضمان ، وحالات الافلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض ، ومخاطر السوق ، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق ، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة.

أساليب التوريق

تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة اطراف عملية التوريق.

ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية :

١- استبدال الدين:

إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة ، غير انه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً – إلى ورقة مالية.

٢- التنازل:

ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم

الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

٣- المشاركة الجزئية:

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسئولية فيما لو عجز المدين عن التسديد ، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقا عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانة عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها .

الفصل الثانى

مزايا عملية التوريق

التوريق .. أداة مالية حديثة (SECURITIZATION)

<u>للتوريق مزايا منها</u>

<u>أولا:</u> خفض مخاطرة التمويل وذلك من خلال قيام الممولين Financiers بشراء مجموعة من الذمم المدينة الناشئة في قطاع معين للبيع بالتجزئة كذلك الناشئة عن تمويل طراز او علامة معينة من السيارات مثلا.

<u>ثانيا:</u> خفض تكلفة الافتراض فالتوريق يوفر تمويلا اقل كلفة وبالتالي مردودا اعلى قياسا بطرق التمويل التقليدية

<u>ثالثا:</u> تفكك الوساطة المالية التقليدية Disintemediation وتقليص دورها بالنسبة للمقرضين كمصدر للتمويل اذ انتقلت هذه من ايدي المؤسسات المالية الكبيرة الى تلك التي تستثمر الاموال مباشرة لصالح الجمهور مثل صناديق الاستثمار المشترك Mutual Funds علاوة على قيام المقترضين بالتوجيه باصداراتهم مباشرة الى السوق دون اللجوء الى الوساطة المالية التقليدية من خلال المؤسسات المصرفية وبنوك الاعمال وغيرها.

<u>رابعا:</u> تمكين المؤسسات المالية من الحصول على رؤوس اموال عاملة مقابلة شروط كفاية (ملاوة) رأس المال التي تفرضها المصارف المركزية وذلك بتوريق ديونها ونقل درجة مخاطرتها الى مستويات اقل مع توفير السيولة.

خامسا: مقابلة حاجة المؤسسات المالية والشركات لتحسين ميزانياتها العمومية وربحيتها: حيث ان التوريق يوفر للبنوك والمؤسسات المالية المختلفة امكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة وبالتالي يخلصها من الحاجة الى تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

سادسا: مسايرة التغيرات في اسلوب التمويل في اسواق المال العالمية فقد تم التحويل من صيغة القرض المصرفي الى صيغة الاوراق المالية لا سيما السندات وهكذا اصبحت القروض المصرفية مجرد (تمويلات جسرية) Bridging Finance مؤقته الى حين تسمح ظروف السوق للمقترض من تأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات.

سابعا: مقابلة توجه العديد من الدول الى (تخصيص privatization اجزاء واسعة من قطاعها العام: وفي هذا الاطار ومن اجل توفير مصادر جديدة لتمويل هذه المشروعات سمحت حكومات تلك الدول لمؤسساتها التي تعاني من عجز مالي مزمن وترزح تحت عبء القروض بتحويل تلك القروض الى سندات دين يكتتب فيها الافراد والمؤسسات الامر الذي قاد وسيقود في ضوء تسارع عمليات التخصيص الى توسيع اسلوب (التوريق) كمصدر هام لتمويل المؤسسات والشركات.

ثامنا: اتاحة المجال امام المؤسسات المالية متوسطة الحجم باستخدام التوريق بديلا عن الحساب الجاري المدين او الحساب

المكشوف وبالتالي تخفيف الضغوط التي قد تنشأ عن تضييق الائتمان في اطار السياسات النقدية للمصارف المركزية.

انواع التوريق:-

تعتبر الديون المولدة او المدرة للدخل الذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب لاستثماره المكون الاساسي لبرنامج التوريق ومن اهم المميزات اللازم توافراها في الديون المؤهلة للتوريق ما يلي:

١- التمتع بسجل تاريخي جيد يشهد بالانتظام في السداد وهذا يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الاصلي وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزاماتهم تجاه الدائن الاصلي بانتظام أي ما يثبت انه ليس من المتوقع ان يكون هناك تعثر في السداد خلال فترة برنامج التوريق.

٢- تحقق دخل مستمر ومنتظم للديون طوال فترة البرنامج ولذا يجب تحليل حركة الديون منذ نشأتها ومعدل السداد المعجل وكذلك التأخر في السداد ان وجد لكل منها.

ولعمليات التوريق (من خلال الشركات المالية ذات الاغراض الخاصة) Companies Special purpose اشكال رئيسية هي:

١-القروض التجارية: وهي تمثل ابسط الطرق التي تحصل من خلالها على التمويل اللازم لشراء الاصول (الديون) التي يتم توريقها مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين ويمكن ان يتم ذلك من خلال ترتيبات قرض مشترك يحدد له غالبا سعر عائد ثابت

وطبقا لهذه الترتيبات فان سداد اصل القرض وفوائده تتوافق مع تلقي تسديدات الديون التي تم توريقها بحيث تستخدم حصيلة تسديدات الديون محل التوريق في سداد التزامات القرض التجاري.

٢- اصدار سندات دين: وهنا تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق وتستند الى قوة تلك الديون وما يتوفر لها من ضمانات وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ويراعى ان تتوافق تواريخ استحقاق اقساط الديون وفوائدها وبحيث تكفي متحصلات اقساط الديون وفوائدها لمواجهة سداد قيمة السندات وعوائدها عند حلول آجال استحقاقها.

وبوجه عام لابد لاي برنامج للتوريق ان يضع في اعتباره التوافق بين مواعيد السداد للمستثمر النهائي وبين المتحصلات من تسديدات الديون التي يتم توريقها وكذلك التوافق بين طريقة حساب الفائدة على الديون الاصلية وطريقة حساب العائد على الاوراق المالية .

اما فيما يختص بطرق التوريق فان التوريق يتم بواحدة من ثلاث طرق هي:

١-استبدال الدين Novation: وهو الاسلوب الحقيقي عملية التوريق ذلك لانه يسمح باستبدال الحقوق والتزامات الاصلية بأخرى جديدة كما يستعمل في بيع الذمم المدينة الناشئة عن بطاقات الائتمان مثلا غير ان هذا الاسلوب يقتضي الحصول

على موافقة جميع الاطراف ذات الصلة بالقرض على امكانيـــة تحويله كليا او جزئيا الى ورقة مالية من اجل تمكين المــشتري لاحقا من الاستفادة من خاصية التحويل هذه.

٢- التنازل Assignment: وهو التنازل عن الاصول لصالح الدائنين او المقرضين وهو شائع الاستخدام في توريــق الــذمم الناشئة عن بيع السيارات وفي غقود الايجار والــشراء وفــي عقدي الايجار والشراء يواصل المؤجر دفع الاقساط الى الممول الاصلي الذي يقوم بدوره اما بتحويلها الى مشتري الذمم المدينة او تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقــد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

٣- المشاركة الجزئية Sub - particpation ويتــضمن هــذا الاسلوب يبع الذمم المدينة من قبل الدائن الاصلي الى مــصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد وهنا يتوجــب علــى مشتري الدين التأكد من الجدارة والاهلية الائتمانية للمدين على ان هناك طرقا عدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حــصوله على ضمانة عقارية أو حقــوق ادارة الــدين كوصــي عليهــا Trustee.

الفصل الثالث

اجراءات عملية التوريق

ان التوريق يعتبر إداة مالية حديثة بدأ بروزها كظاهرة بشكل خاص في الثمانينات من هذا القرن في الولايات المتحدة الاميركية حيث سعت الكثير من البنوك الاميركية الى توريق ديونها، وتتلخص طريقة التوريق في الخطوات التالية:

اولا: تبيع المؤسسة المالية بعض اصولها المضمونة بسعر مخفض لمنشأة غرض انشائها فقط لشراء هذه الاصول التي ترغب المؤسسة في توريقها والتي اصطلح على تسميتها (SPV) Special Purpose Vehicle وذلك حتى تخرج هذه الاصول من الذمة المالية للمؤسسة بحيث تبتعد عن مخاطر افلاس المؤسسة المالية البائعة.

ثانياً: يتم نقل الاصول بضماناتها والتي هي عبارة عن مديونية على مدينين للمؤسسة المالية مضمونة برهن او ملكية لدى المؤسسة المالية الى المنشأة ذات الاغراض الخاصة.

تصدر المنشأة ذات الاغراض الخاصة وتسمى (المصدر) سندات بقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة عن طريق بيعها على المستثمرين.

رابعاً: تستخدم المنشأة ذات الاغراض الخاصة السيولة المتحصلة من بيع السندات لسداد قيمة الاصول للمؤسسة المالية.

خامساً: تكون الفوائد على هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون الاصلية.

هذا ملخص بسيط للاجراءات التي تمر بها عملية التوريق التقليدية والحقيقة ان عملية التوريق تخدم المؤسسات المالية الدائنة حيث توفر لها السيولة النقدية الكافية للدخول في عمليات تمويل جديدة او للتوسع في نشاطها كما انه يساعد المؤسسة المالية على تحسين قوائمها المالية وذلك بالتحرر من قيود مبدأ كفاية رأس المال ومخصصات الديون كما ان عملية التوريق تساعد في المؤسسة المالية في تحويل الاصول غير السائلة الى اصول سائلة يمكن اعادة توظيفها مرة اخرى كما انها تساعد في توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من الدائنين كما ان تقنين عملية التوريق وايجاد سوق لها يخدم القطاعات التي تحتاج الى تمويل طويل الاجل مثل تمويل الرهن العقاري وغيره من انواع التمويل القائم على الاصول حيث يصبح منح التمويل من المؤسسة المالية بمثابة جسر للوصول الى عملية التوريق وهذا يشجع المؤسسات التمويلية على الدخول في عمليات التمويل طويلة الاجل كما ان عملية التوريق تؤدي الى توسيع السوق المالية وتنشيطها عبر تعبئة الموارد المالية المختلفة وتنويع الادوات الاستثمارية المعروضة فيها.

هذا بالنسبة لعملية التوريق في المؤسسات المالية التقليدية فهل تختلف عملية التوريق في المؤسسات المالية الاسلامية عنها في التقليدية؟ في الحقيقة ان عملية التوريق او التصكيك في المؤسسات المالية الاسلامية لا تختلف من حيث الخطوات والمنافع عن ما سبق ذكره في عمليات التوريق التقليدية ولكنها تختلف من حيث طبيعة الاصول التي يمكن توريقها فما كان من

هذه الاصول ناتج عن بيع مثل المرابحة او الاستصناع فلا يجوز توريقه لانها ديون قائمة في ذمة المدين فلا يجوز بيعها والتوريق بيع اما الاصول الناتجة عن عقود الاجارة او المشاركة او المضاربة فإنه يجوز توريقها حيث ان التوريق يقع على اصول عينية تمتلكها المؤسسة المالية وليست ديون في الذمة.

ولا شك ان المحافظ التمويلية للمؤسسات المالية الاسلامية بتركيبتها التمويلية الحالية التي تشكل المرابحات حوالي ٨٠% من اصولها سوف تحول بين هذه المؤسسات المالية وبين توريق محافظها التمويلية مما سيخلق اعباء على هذه المؤسسات المالية من حيث كفاية رأس المال وزيادة مخاطرها الائتمانية وعدم القدرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية في سوق التمويل طويل الاجل كما انه سيحرم السوق المالية الاسلامية من اداة استثمارية بديلة تحقق التنوع الاستثماري الذي ينشده المستثمر المسلم كما ان عدم وجودها يحرم المؤسسات المالية الاسلامية من اداة استثمار يمكن استخدامها في الاستثمار قصير الاجل بديلا عن الاوفر نايت بالنسبة للمؤسسات المالية الاسلامية والذي لم تجد له الكثير من المؤسسات المالية الاسلامية حلا حتى الآن حيث ان المرابحة لا تصلح لارتفاع تكلفتها لذا يجب على المؤسسات المالية الاسلامية اعادة النظر في سياستها التمويلية وتنوع ادواتها بما يخدم اهدافها بعيدة المدى.



الفصل الرابع

عناصر التوريق وأنواعه.

نشاط التوريق ومحدداته القانونية

اطاره القانونى ..عناصره..أنواعه

يعتبر نشاط التوريق من الانشطة التي ارتبطت بنشاط سوق الاوراق والتي يتوقع ان لها ان تنشط خلال المرحلة القادمة مع الانتشار في الانشطة المرتبطة بها وخصوصا لكل من نشاط التمويل وتداول السندات من هنا كانت تلك الدراسة المهمة التي قام باعدادها د. سعيد عبد الخالق وتم نشرها عبر البوابة القانونية بشبكة المعلومات الدوليةLADIS والتي تتناول الطبيعة القانونية لهذا النشاط وبما يمكن من خلال تحقيق تكامل المعلومات والمعرفة الخاصة بهذا النشاط المستحدث في مصر..

حدد القانون رقم٩٥ لسنة١٩٩٢ انشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية في المادة٢٧, ثم اضيف اليه بقرارت وزارية- تمشطة جديدة في ضوء ماطرأ علي الاقتصاد القومي من متغيرات ومن بين هذه الانشطة المستحدثة نشاط توريق الحقوق المالية الذي اضيف بالقرار الوزاري رقم٦٩٧ لسنة٢٠٠١.

كذلك فقد تناولت المادة١١ في القانون رقم١٤٨ لسنة٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري موضوع التوريق حيث اجازت للممول ان يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل الي احدي الجهات التي تباشر نشاط التوريق وتلتزم الجهة المحال لها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الاوراق المالية التي تصدرها

في تواريخ استحقاقها من حصيلة تلك الحقوق ويضمن الممـــول الوفاء بالحقوق الناشئة عن الاوراق المالية.

والتوريـــقSECurifization باعتبـــاره اداة قانونيـــة وتمويلية حديثة في المعاملات المالية في مصر- ما هو مفهومه. عناصره.. اهدافه.. انواعه.. مزاياه وتكاليفه ؟ كيف يتم تطبيقه ؟ هذا هو ماستقدمه هذه الدراسة.

اولا الاطار القانوني للتوريق

نظم القانون٩٥ لسنة١٩٩٢ سوق رأس المال واوضـــح العلاقة بين الاجهزة العاملة فيه ووضـــع الـــضوابط اللازمـــة لمزاولة الانشطة الخاضعة لاحكامه.

وفي ضوء المتغيرات التي واكبت تطور رأس المال فقد تم اجراء تعديلات تشريعية علي القانون وكذا لائحته التنفيذيـــة بما يتلاءم مع هذه المتغيرات ويعتبـــر اســـتحداث المؤســـسات اللازمة لتنمية السوق والتي لم يـــسبق ان عرفهـــا الاقتـــصاد المصري، من اهم سمات هذا القانون هذا فضلا عما يتمتع بـــه هذا القانون من مرونة بقدر يسمح باضافة ماقد يـــستجد علـــي الساحة من مستحدثات دون اجراء تعديل في ذات القانون ومن ثم فإن أي تعديل واي اضافة تقتضيها المصلحة العامة تتم بقرار من الوزير المختص او بقرار من مجلس ادارة الهيئـــة العامـــة لسوق المال حسب الاحوال وهو ماتجلي بوضوح في استحداث العديد من الانشطة العامة في مجال سوق رأس المال.

لقد تم استحداث انشطة لم تكن واردة بالقاون٩٥ ولائحته التنفيذية ومنها نشاط توريق الحقوق المالية وذلك بموجب قرار

وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم٦٩٧ لسنة٢٠٠١ حيث اضيف هذا النشاط الي انشطة الشركات العامة في مجال الاوراق المالية المنصوص عليها في المادة٢٧ من قانون سوق المال رقم٩٥ لسنة١٩٩٢ الوقائع المصرية العدد الصادر بتاريخ٢٠٠٠/٩/٢٠.

من جانب آخر فقد اجاز القانون رقم١٤٨ لسنة٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري في المادة١١ منه, للممول ان يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل الي احدي الجهات التي تباشر نشاط التوريق وتلتزم الجهة المحال لها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الاوراق المالية التي تصدرها في تورايخ استحقاقها, من حصيلة الحقوق المحالة ويضمن الممول بالحقوق الناشئة عن الاوراق المالية, كما يجوز الاتفاق علي ضمان الغير لتلك الحقوق ويستمر الممول في تحصيل الحقوق المحالة لصالح اصحاب الاوراق المالية بصفته نائبا.

ثانيا مفهوم التوريق:

التوريق المصرفيSECurifization هو آداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معد ائتمانيا ثم عرضه علي الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل اوراق مالية تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.

لذلك يتمثل مصطلح التوريق(التسنيد) في تحويل القروض الي اوراق مالية قابلة

للتداولMarketableSecuities اي تحويل الديون من المقرض الاساسي الي مقرضين أخرين وعلـــي ذلـــك تبـــدو القـــروض المصرفية وكانها قروض مؤقتة او معبرةBridging أي تنتقـــل القروض عبرها من صيغة القرض المـــصرفي الـــي صـــيغة الاوراق المالية فبالاعتماد علي الديون المصرفية القائمة يمكـــن خلق اصول مالية جديدة وتوفير تدفقات نقدية

وتقوم تكنولوجيا التوريق اساسا علي الابداعات المستمرة في هيكلة الموجودات وتبويبها بما يساعد علي تقييم ادائها مـــن جهة, والتمويل اللاحق من جهة أخري بهدف تحقيـــق الـــدخل واستبعاد مخاطر الافلاس.

يتضح مما تقدم ان عملية التوريق تؤدي الـــي تحـــو ل القروض من اصول غير سائلة الي اصول سائلة

ثالثا العناصر الرئيسية للتوريق

يقوم التوريق علي العناصر الرئيسية التالية

١- المقترض سواء كان شخصا طبيعيا او اعتباريا.

وقد يكون الغرض من الاقتراض غير مواجهـــة التعثـــر المالي او إعادة الهيكلة او الاستعانة بالاموال المقترضة للوفـــاء بديون حل تاريخ استحقاقها واحلال دين القرض طويل الاجـــل محل هذه الديون.

٢- الاصول موضوع التوريق يتجسد الدين في صـــورة سندات مديونية والاصول الضامنة للدين محل التوريق دائما مـــاتكون اصولا ذات قيمة مرتفعة لذلك عالبا ماتكون حقوق رهن رسمي للبنك علي عقارات او منقولات يملكها الراهن الذي يدين البنك.

٣- الخطوات

الخطوات السابقة لعملية التوريق يسبق اجــراء عمليــة التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول علي سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل ملكية الاصــول وتتمثــل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك او المؤسسة باســتطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديــونهم وفي حالة موافقتهم فإن علي البنك تنظــيم تفاصــيل الاعلاقــة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد.

هناك ايضا العديد من المهام التي تتم في اطار عمليــات التوريق والتي تحتاج لعناية وتخصص وفي مقــدمتها التقيــيم الواقعي لقيمة الاصول وتحديد السعر اللازم لــلاوراق الماليــة المزمع طرحها للاكتتاب والتخطيط لبرامج الترويج وللاكتتــاب واعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية.. الخ.

٤- ادارة الاصول: علي الرغم من انتقال ملكية الاصول الضامنة للوفاء بقيمة الاوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد فإن الممارسة العلمية اثبات له في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهــام ادارة واســتثمار محفظة هذا الاصول وضماناتها اثناء ايجار او تنفيــذ عمليــات التوريق.

انواع التوريق:

<u>يمكن تصنيف التوريق في نوعين اساسين هما</u>

١- تصنيف التوريق وفقا لنوع الضمان

- التوريق بضمان اصول ثابته

- التوريق بضمان متحصلات آجلة

٢- تصنيف التوريق وفقا لطبيعته:

- انتقال الاصول من خلال بيع حقيقي مقابل لنقل الملكية لاعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة وهنا تكون الاوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.

- انتقال الاصول بكفاءة في صورة مديونية واصدار اوراق مالية سندات عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وامكانية فصل مدفوعات الاصل عن الفائدة. ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد بديلين.

١- القروض التجارية: يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الاصول(الديون) التي يتم توريقها باللجوء الي القروض التجارية مع مرعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين.

٢- اصدار سندات دين تقوم الشركة- في هذه الحالة- باصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق استنادا علي ماتوفر لهذه الديون من ضمانات وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ويراعي ان تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق الديون وفوائدها وان تكفي لسدادها عن حلول آجال استحقاقها.

الفصل الخامس

التوريق المصرفي للديون

أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال عبر حدود الدول والقارات، وفتح الأبواب أمام الإستثمار الأجنبي هي إجراءات معززة لقدرات السوق المصرفي وسوق راس المال بإعتبارهما سوقين متممين لبعضهما البعض Complements، فلا يحل أحدهما مكان الآخر، Not substitutes وان إزدهار السوقين معا يشكل حجر الزاوية للنمو الإقتصادي، وتراكم رؤوس الأموال وتطور الإنتاج [١] .

وإذا كان تمويل عمليات التنمية – سواء على الصعيد الوطني أو الدولي – هو لب نشاط البنوك التجاريةة، إلى جانب أنه نشاط استثماري يرتبط إبتداءا بتوافر وتدفق السيولة باستمرار لدى هذه البنوك، فإن هذه الإستثمارات يتعين ان تتأسس على قدر لا يستهان به من اليقين بالجدوى منها، وعدم تسببها – بعكس المأمول – في عجز أو تهديد بالعجز في السيولة [٢] .

---

(١) راجع في ذلك الدراسة التي أعدها البنك الدولي للإنشاء والتعمير وشملت ٤١ دولة في الفترة ما بين عام ١٩٧٦ وحتى عام ١٩٩٦ :

"International Capital Flow liberalization and Stock Market Development: a Cross – Country Event Study" World Bank. December 1994.

وفي اطار نفس مجال وهدف الدراسة السابقة قرب :

Ross Levine & Sara Zervos, Stock Markets and Bank: Revising the Engines of Growth , January 1995 – Developing Countries : Capital Elows , World Economic Outlook, IMF, Washington D. C October 1996, p.39

(2) انظر :

لورا اي كودريس (Laura E. Jodres): أسواق العملات الأجنبية: الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام، مجلة التمويل والتنمية (صادر عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير)، مقالة مترجمة للعربية، المجلد ٣٣، العدد الرابع، سنة ١٩٩٦ ص ٢٢

وقد تأثر آليات الإقراض المصرفي بطبيعة العصر وإختلاف الظروف الدولية أو الإقليمية أو الوطنية، بدأ الامر منذ وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها عام ١٩٤٥ بتقديم البنوك التجاريةة الكبرى لمساعدات حكومية للدول الأوروبية التي تأثرت بويلات الحرب وللدول النامية خاصة في أميريكا اللاتينية دون أن يصل الأمر لتقديم قروض استثمارية مباشرة للمشروعات [١] .

وقد شهدت الأسواق المصرفية خلال السبعينيات نقلة نوعية عامة لم تكن بالحسبان حين اندلعت حرب أكتوبر المجيدة سنة ١٩٧٣ وبدأ الحظر النفطي إبان هذه الحرب فإرتفعت اسعار النفط بدرجة غير مسبوقة حققت لدول الخليلج العربي فوائض هائلة لم تكن قادرة بمؤسساتها المالية الموجودة آنذاك على إستيعابها، ولم يكن هناك بد من استثمار هذه الفوائض لدى البنوك التجارية القادرة على توظيفها واستثمارها خاصة في الولايات المتحدة ودول غرب اوربا وقد ترتب على ذلك توجيه تلك البنوك بشكل قسري لاستثمار هذه السيولة الضخمة وغير المتوقعة في دول غرب اوروبا، وقد ترتب على ذلك توجيه تلك البنوك بشكل قسري لاستمثار هذه السيولة الضخمة وغير

---

[١] انظر في الخلفية التاريخية لتطور عمليات الإقراض المصرفي الدولي :

Frank Y. Fabozzi & Franco Modigeiani, Mortgage and Mortagage- Backed Securities Markets, Pub. Harvard Business School Press June 1992 , PP. 1-14- Paul W. Feeney, Securitization : Redefining the Bank , Pub Saint Martin's Press, January 1955, PP.11-17 – Jason H. Kravitt, Securitization of Financial Assets, Ed, Aspen Law Business, December 1996, PP. 22 et Seq - Leon T. Kendall & Michael J. Fishman, " A Primer on Securitization , Pub. M I Press, July 1996 PP. 1-16 – Theodor Baums & E. Wymeersch, Asset Backed Securitization in Europe , Pub, Kluwer Law, September 1996, PP. 11 et seq.

المتوقعة في دول العالم الثالث التي ازدادت اوضاعها الداخلية تفاقما بعد ارتفاع اسعار الطاقة عالميا.

ومن العلامات المميزة لذات الحقبة المشار إليها ظهور ما يسمى " بنوك الأوفشور " Offshor Banking (OBU) Units وهي عبارة عن بنوك أجنبية تتعامل عادة مع صفقات الصرف الأجنبي للعملات في مواقع معينة من العالم كالبحرين وجزر ناسو Nassu و كايمن Caymen وغيرها حيث تتمتع المصارف بمزايا وتسهيلات ضرائبية غير تقليدية، وحرية في الإقراض المصرفي لا تتقيد فيها بمراعاة حجز نسبة مئوية من أموالها، في ظل ذلك المناخ الإستثماري المثالي بدأت " بنوك الأوفشور " في أنشطة الإقراض التجاري ذو الأجل الطويل [١]

ومع بداية الثمانينات، ظهرت أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية حيث بدأ تعثر هذه الدول في دفع ديونها وأعباء هذه الديون في مواعيد إستحقاقها و بدأت محاولات اللجوء لجدولة الديون وهو ما واكبه إنحسار سريع في مد الإقراض المباشر من المصارف التجارية لمشروعات التنمية على مستوى العالم حيث استشعرت كثير من هذه المصارف

---

(١) في شان مفهوم وانشطة هذه البنوك راجع مقالا بعنوان : البحرين " تحسين في أداء المصارف واستعادة مصارف الأوفشور لنشاطها، مجلة المصارف العربية (صادرة عن اتحاد المصارف العربية)، العدد ١٥٥، المجلد ١٣، نوفمبر ١٩٩٣، ص ٦٧ (بدون اسم للمؤلف).
وانظر كذلك
Reuters Glossary , International Economic & Financial Terms , Longman , Great Britain, November 1988 , PP. 69, 104 and 108

الخطر المحدق الذي يهددها بالإفلاس [١] .

ومع بداية عقد التسعينات ظهرت طفـرة حقيقيـة فـي عمليات البنوك التجارية والتي كانـت وليـدة عوامـل كثيـرة متضافرة وفرت لها الطمأنينة في استمرار دورها الخاص بمنح الإئتمان قصير ومتوسط وطويل الأجل دون مخاطر حقيقية من فقدان السيولة النقدية، وتمثلت هذه العوامل – بشكل مجمل – في إنحسار مد الإيديولوجية الشيوعية وما ترتب علـى ذلـك مـن ظهور التوجه نحو تخصيص وحدات القطـاع العـام، وزوال الحواجز الجغرافية بين المصارف والبورصات على مـستوى العالم، وإلغاء الرقابة على النقد الأجنبي، وتحرير اسعار الفائدة المصرفية وخفض الضرائب على الخدمات والعمليات المصرفية بشكل عام، وتحرير اسعار الصرف، وإزالة معظم القيود علـى تدفقات رؤوس الأموال من المصارف المالكية للفـوائض إلـى المشروعات المتطلعة إليها Deregulation وهو ما أطلق عليه

---

(١) على الرغم من ذلك فقد ظهرت في ذلك الوقت توجهات امريكية جديدة تمثلت في دعوة وزير الخزانة الأمريكي السابق " جيمس بيكر " كلا من البنك الدولي والبنك الأمريكي الدولي للتنمية بزيادة القروض المقدمة لـ ١٥ دولة مدينه بنسبة ٥٠% خلال ثلاث سنوات تبدأ من عام ١٩٨٥، علاوة على تقديم البنوك التجارية قروضا جديدة لتلك الدول في حدود ٢٠ مليار دولار خلال نفس الفترة شريطة ان تقوم هذه الدول بإتباع خطة للإصلاح الاقتصادي الشامل، وقد تلى ذلك مبادرة وزير الخزانة الامريكي التالي " نيكولاى برادى " الذي قرر فيها ضرورة الديون الخارجية لـ ٣٩ دولة مصنفة " ذات مديونية مرتفعة " Highly Indebted Countries بنحو ٢٠% من إجمالي المستحق عليها على ان تستخدم موارد صندوق الديون القديمة بسندات ذات قيمة سامية اعلى او بسندات بقيمتها الاسمية ولكن بأسعار فائدة مخفضة .
راجع في ذلك : النشرة الاقتصادية للبنك الاهلي المصري، العدد ٣، المجلد ٤٢، سنة ١٩٨٩، ص ١٩٩ – ٢٠١.

- بحق إصطلاح " عولمـــة الأســـواق " Globalization of Markets" [١].

تحويل قروض النمو المباشرة للدول والمشروعات إلـــى اوراق مالية قابلة للتداول في البورصات العالمية أهمية كبيـــرة كأداة مصرفية حديثة تؤمن السيولة ومنح الإئتمان مـــع خفـــض حجم مخاطر التعثر أو الافلاس، ويزداد هـــذا التوجـــه الجديـــد رسوخا في الممارسات المصرفية تزايدا مناظرا لتوافر العوامل الميسرة لمنح الإئتمان سالفة الذكر [٢]

ويطلق على هذه الآليه المصرفية الواعدة تعبير " توريق الديون " وهي ما ينصب عليه موضوع هذه الدراسة.

---

(١) يستخدم رجال المال والاعمال في بريطانيا اعتبارا من عام ١٩٨٦ إصطلاح النشاط الكبير " Big Bang " والذي بدأ في الانتشار خارج بريطانيا للتعبير عن كافة القواعد الجديدة التي تبنتها السلطات المصرفية والبورصات للسماح بتدفقات رؤوس الاموال وبالذات عمليات البنوك في أسواق راس المال وتحرير أسعار الفائدة والسماح بانظمة التجارة الإليكترونية .
راجع في ذلك : رويتر، السابق، ص ٩٠ - د. رياض اسعد : ندوة أسس تكوين وإدارة محافظ الإستثمار، الاقصر، جمهورية مصر العربية من ٢٠-٢٣ ديسمبر ١٩٩٧

(2) راجع : بول فينى، المرجع السابق، ص ١٩ - ٢٢.

المبحث الأول

ماهية التوريق المصرفي

عمليات التوريق هي أنشطة ذات اغراض عظيمة الأهمية لكل المنشآت الإئتمانية الكبرى، وبشكل خاص البنوك، وحيث ان هذه الانشطة مستحدثة وتتشكل من منظومة فريدة من العمليات، فإنه يتعين لسبر أغوارها الوقوف على ماهية التوريق المصرفي ومزاياه الجاذبة للولوج لإجراءاته المركبة من جانب، وإظهار المفاهيم الأساسية التي لا غنى عنها لأي إدارة مصرفية تزمع تنظيم صفة من هذا النوع وبشكل خاص دعم إئتمان هذه الصفقة من جانب آخر .

إجراءات التوريق: برز التوجه المصرفي لتوريق الديون، وبالذات القروض المصرفية كظاهرة[1]. Securitization Phenomenon. وقد ساعد على ملائمة هذا

---

[1] بدأ بروز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانيات بالولايات المتحدة لحد إطلاق وصف " جنون الثمانينات " The Frenzy of the 1980's لإظهار تكالب البنوك على توريق ديونها :

راجع في ذلك

Kane – Carl , Fundamentals of Commercial Securitization , Mortgage Banking , July ,1992 , vol. 52, No 10, P 19.

وتشير الإحصائيات الى ان سوق التوريق قد ناهز ٥٠٠ بليون دولار عام ١٩٩٤ في الولايات المتحدة، وقدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الاوروبية Euro Bonds في العالم ذاته في أوروبا بمبلغ مماثل وتشير التقديرات الى ان السنوات القليلة المتبقية على نهاية القرن ستشهد حلول اجال سندات دين في السوق الاوروبي بمعدل ٢٠٠ بليون دولار سنويا.راجع في شأن هذه التقديرات :

د. عدنان الهندى، الواقع المصرفى الدولي والعربي ومبررات التوريق، بحث في مؤلف إتحاد المصارف العربية بعنوان :" التوريق كأداة مالية حديثة "، ١٩٩٥، ص ٢٢ .

وانظر كذلك في هذا الشأن :

Alan Waldenberg, Shlomo Twerski & Richard Fax, Asset Securitization , International Tax Review , July / August 1994 p. 43 – John M. Deventer , Towards Securitization : Trend in the international Financial Markets , Union of Arab Banks 1995. 6th Issue , P. 124

التعبير وتداوله تزايـد أعـداد و أنـواع المؤسـسات الماليـة والمـصرفية الناشـطة فـي مجـال " صـيرفة الإسـتثمار Investment Banking [1] " والصرفية الشاملة " Universal Banking [2] .

وبالتوازي مع ذلك فقد تطورت سـوق عالميـة جديـدة لإصدارات الأسهم بسرعة مذهلة منذ بداية حقبـة التـسعينات بحيث تجاوزت الحدود الإقليمية، والقومية وتعزز نـشاط هـذه السوق بنمو سريع مناظر في أسواق المال التابعة للدول النامية عموما مما أدى لظهور ما يسمى " أسـواق المـال الناشـئة " Emerging Stock Markets[3] .

---

(1) إصطلاح اطلق على البنوك الأمريكية العاملة في مجال الاكتتابات في الاصدارات الجديدة للاسهم او للسندات، والتي تقوم بعد ذلك بإعادة توزيع الاصدار على المستثمرين فيها كما تقوم ببعض الوظائف المشابهة للبنوك التجارية البريطانية، كتقديم الاستشارات للعملاء .
NYSE GLASSARY, 1987, Wall Street, New Yourk , p .14

(2) إصطلاح اوروبي اطلق على البنوك العملاقة في المانيا وسويسرا والتي تتعامل تقليديا في الانشطة التجارية والإستثمارية وتملك – غالبا – حصصا ضخمة في الشركات الصناعية قرب : رويتر السابق، ص ١١٧.

(3) بالنسبة لسوق إصدارات الأسهم تشير الأحصاءات العالمية لإرتفاع مذهل في حجم الاموال العابرة للحدود، إذ قدر إتحاد البورصات الدولي حجم التداول في سوق إصدارات الاسهم بين اليابات والولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٢ بحوالي ١،٣ تريليون دولار ! وبالنسبة لأسواق الاسهم الناشئة فإنه قد لوحظ استفادة هذه الأسواق في نهضتها من عملية ضخ اكثر من ٥٠ مليار دولار منذ بداية التسعينات من المصارف والمؤسسات والصناديق الإستثمارية .
راجع : د . عدنان الهندي، السابق، ص ٢٢، ٢٣ – د. منى قاسم : صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية سنة ١٩٩٥ ص ٦٤ – ٧٠
وقرب ايضا : Brian Caplen , Emerging Markets, Euromoney Magazine, December 1998 , p, 18
وكذلك : Andrew Smithers, " Why Markets will Fall" The Economist " The world in 1999 " January 1999, P.125

كل ذلك يدعونا لضرورة الوقوف على اجراء صفقات التوريق بشكلها التقليدي المبسط مع ترك التفضيلات المركبة للعمليات الملازمة لتلك الإجراءات لبحثها فيما بعد، ويمكننا عرض الأمر على النحو التالي :

- عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لاخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة : فإما ان يطرح أسهما لزيادة راس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيرا، بطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعد قرضا جماعيا مقابل فائدة ثابتة ولاجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق لأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية .
- في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق امتياز أو إختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولون – بالدرجة الاولى – في شأن الوفاء بديونهم على البنك فإذا ما تعرض لاضطراب يخل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإن الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضا لخطر العجز عن الوفاء أو على الاقل الوفاء المتأخر لاجال غير معلومة أو منضبطة .
- أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون واصل مبلغ

القرض عن البنك نفسه، ولكن يثور التساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك .

- اجابة السؤال السابق تتلخص في [١].بيع البنك بعض أصوله المضمونة Secured Assets بسعر مخفض لمنشأة متخصصة [٢]. غالبا ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط – يطلق عليها " وسيلة ذات غرض خاص " Special Purpose Vehicle (SPV) [٣].من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها إئتمانيا فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتبتعد عن مخاطر افلاس البنك الراغب في التوريق
- هذه الأصول تكون في معظم الاحيان سندات مديونية Receivables مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائنا بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالبا

---

(١) بالنسبة لسوق إصدارات الأسهم تشير الإحصاءات العالمية لإرتفاع مذهل في حجم الاموال العابرة للحدود، إذ قدر اتحاد البورصات الدولي حجم التداول في سوق اصدارات الاسهم بين اليابان والولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٢ بحوالي ١,٣ تريليون دولار ! وبالنسبة لأسواق الاسهم الناشئة فإنه قد لوحظ استفادة هذه الأسواق في نهضتها من عملية ضخ اكثر من ٥٠ مليار دولار منذ بداية التسعينات من المصارف والمؤسسات والصناديق الإستثمارية .

راجع : د . عدنان الهندي، السابق، ص ٢٢، ٢٣ – د. منى قاسم : صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية سنة ١٩٩٥ ص ٦٤-٧٠ وقرب ايضا : Brian Caplen, Emerging Markets, Euromoney Magazine , December 1998, P.18

وكذلك : Andrew Smithers, " Why Markets will Fall" The Economist " The world in 1999 " January 1999, P.125

(٢) مفهوم التخصص هنا يعني ان يكون غرض هذه المنشأة فقط هو شراء الاصول من البنك الراغب في توريق ديونه .

راجع في ذلك : Diane Audino, The Rating Agency Appoach to Credit Risk , Euromoney publication plc 1996, P.14

(٣) يلاحظ إستخدام إصطلاح الـ SPV في سياق الدراسة كلها للتعبير عن هذه الوسيلة ذات الغرض الخاص بشكل مختصر .

مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقا مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO) Leveraged Buyout [١] وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا وصف " المصدر Issue " وغالبا ما تلجأ الـ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي[٢].
- المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد دون ان يعني كثيرا بإئتمان البنك البائع لسندات المديونية .
- الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته – ويطلق عليه إصطلاح البادئ للتوريق The Originator لهذا السبب – وبين هذه السندات ذاتها يمكنه

---

(١) يطلق على هذا التعبير على مشتري لصول شركة والذي يقترض ثم يسدد قرضه بعد ذلك من متحصلات بيعه لهذه الأصول بعد بيعها للآخرين أنظر في ذلك : رويتر السابق، ص ١٠٤

(٢) راجع : كيندل وفيشمان السابق ص ٣٥ وما بعدها – بول فيني السابق ص ٣٣ وما بعدها . وانظر كذلك :

Frank J. Fabozzi , the Handbook of Mortagage Backed Securities , Pub, Mc Grew – Hill , 4th ed, January 1998, pp. 91-100 Anad K. Battacharya & F.J Fabozzi, Asset Backed Securities Pub, F. J. Fabozzi, October 1996, PP. 15-20.

بسرعة وقبل حلول تاريخ إستحقاق مديونياتـــه لـــدى المـــدينين الاصليين (المقترضين غالبا) زيادة قدرتـــه التحويليـــة بكلفـــة منخفضة عن طريق ما تصدره ل(SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هـــذه الأوراق الماليـــة وتجشم مصاريق إصدارها وما يرتبط بـــذلك الإصـــدار مـــن عمليات الترويج والدعاية والإكتتاب ... الخ .

- يتعين على البنك البادئ للتوريق والـــ SPV ضـــرورة الاتفاق بشكل بالغ الاهمية ومحدد على التوفيق ما بين تـــواريخ إستحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتـــواريخ إســـتحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم .
- يجب ان يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين أقيام الفوائد المقررة على الديون الأصلية واقيام الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين .

المبحث الثاني

الأساليب القانونية لنقل ملكية الأصول للمصدر

تبنت الممارسة آليتين قانونيتين في كافة الأنظمة القانونية لنقل ملكية الأصول من البنك البادئ للتوريق للمصدر، الآليه الاولى ترتبط بحوالة الحق كطريق لإنتقال الالتزامات أو الحقوق، اما الثانية فهي تجديد الإلتزام كوسيلة لإنقضاء الإلتزام بما يعادل الوفاء بالإضافة لذلك يتبع عدد من البنوك الأنجلو اميريكية أسلوب معروف في هذه الأنظمة القانونية دون غيرها وهو أسلوب " المشاركة الفرعية " .

نقل الأصول بحوالة الحق أو التجديد أو المشاركة الفرعية .

وفي هذا الإطار مطالب نلقى الضوء فيها على تلك الأساليب الثلاثة المشار إليها لنقل الأصول محل التوريق .

(أولا) نقل الأصول بحوالة الحق :

كما هو معلوم، فإن، حوالة الحق Assignment هي إتفاق يتم بمقتضاه نقل الدائن (المحيل) Assignor إلى طرف آخر (المحال إليه) Assignee حق شخص له قبل مدينه (المحال عليه) فيحل محله في هذا الحق ويكون بذلك دائنا جديدا لهذا المدين .

والغرض من حوالة الحق يمكن ان يقصد به مجرد التصرف في هذا الحق كقيمة مالية في ذمة المحيل ولكن استحقاقها الأجل يحول دون تلبية حاجته للاموال، كما قد تستهدف الحوالة الوفاء فينقضي بها إلتزام المحيل الملتزم في مواجهة المحال إليه، واخيرا قد يكون المقصود من الحوالة

مجرد تقديم ضمان من المحيل لدائنيه فإذا لم ينفذ المحيل إلتزامه في مواجهة المحال إليه يمكن للاخير مطالبة المحال عليه بتنفيذ هذا الإلتزام[1].

والاصل وفقا للمادة ٣٠٣ من التقنين المدني المصري ان الحق الشخصي، أي حق الدائنية قابل للحوالة ايا كـــان محلـــه، وبصرف النظر عما إذا كان هذا الحق منجزا أو معلقـــا علـــى شرط أو مقترنا بأجل أو كان حقا مستقبلا[2] ويسري هذا الاصل طالما لم تحظر الحوالة بنص قانوني، كحظر حوالة الحق غيـــر القابل للحجز[3]. أو بسبب منافاة الحوالة لطبيعة الإلتزام كالحقوق اللصيقة بشخصية الدائن أو نتيجة لإتفاق المتعاقدين على عـــدم جواز حوالة الحق[4].

ولا تكون الحوالة نافذة قبل المدين، إلا بقبول المدين لها أو بإعلانه بها وهو ما يطلق عليه وصف " شهر الحوالة " علما بأن نفاذ الحوالة قبل الغير بقبول المدين يستلزم أن يكون هـــذا القبول ثابت التاريخ [5].

---

(1) انظر في ذلك : د. حسام الدين كامل الأهواني، النظرية العامة للالتزام، ج ٢ أحكام الالتزام سنة ١٩٩٦ ص ٣١٢، وراجع مج الاعمال التحضيرية للقانون المدني جـ ٣ ص ٣٠٣.

(2) راجع في ذلك نقض مدني ١٩٧٧/٣/٢٢ مجمع المكتب الفني س ٢٨ رقم ١٣٣ ص ٧٣٢.

(3) المادة ٣٠٤ مدني مصري .

(4) المادة ٣٠٣ مدني مصري .

(5) المادة ٣٠٥ مدني مصري .

ورجع كذلك في القضاء المصري : نقض مدني ١٩ نوفمبر سنة ١٩٥٩، مج س ١٠ رقم ١٠٤ ص ٦٨٤ – نقض مدني ٢٥ ابريل سنة ١٩٦٧، مج، س ١٨ رقم ١٣٣ ص ٨٧٢ – نقض مدني ٥ يناير ١٩٧٦، مج، س ٢٧، ص ١٣٢، نقض مدني ١٦ مايو سنة ١٩٧٨ مج، س ٢٩، رقم ٢٤٧، ص ١٢٦١.

ويرى جانب من الفقه الأنجليزي [1] ضرورة مراعاة عدد من القواعد المرشدة إذا إتفق أطراف صفقة التوريق على ان يتم نقل الأصول من خلال حوالة الحق على النحو الآتي :

١. التأكد من عدم وجود أية وثائق ذات صلة بالاصول موضوع النقل تتضمن إشتراطات تحظر حوالتها، وفي هذا الصدد يجب التأكد من آجال هذه الأصول والشروط الملازمة لها .

٢. ان تكون الأصول قابلة للتحويل Assignable وفقا للانظمة القانونية المطبقة عليها .

٣. أهمية تحري الدقة في الوقوف على اشتراط النظام القانوني المطبق أو عدم إشتراطه لضرورة موافقة المدين على الحوالة خصوصا اذا كانت هناك عبارات مثيرة للجدل القانوني Arguable مع الأخذ في الاعتبار إلى أنه لو تضمنت الاتفاقات المطبقة على الأصول التزامات على عاتق البنك البادئ للتوريق، أي كان الامر يتعلق باتفاق ملزم للجانبين فإن الممارسة المصرفية تجري على عدم جواز التحويل إلا بموافقة المدين على الحوالة [2].

٤. اذا تبين عدم وجود قيود على البنك البادئ للتوريق في الحوالة فإن ذلك يعني أنه بمجرد انعقاد الحوالة ينتقل الحق المحول للمحال إليه بجميع ضماناته ودفوعه وصفاته وملحقاته

---

(١) راجع :

Jane Borrows, Sidley & Austin , Legal and Regulatory Consideration , Euromeny / DC Gardner Work Book, Euromoney Pub. Plc 1996, P .14.

(٢) انظر في القضاء المصري : نقض مدني ٢ يناير سنة ١٩٧٨، مج، س ٢٩، رقم ١٩، ص ٦١.

[1]، وقد اوحت الممارسة مسارعة المدينين أو الكفلاء بإضافة شروط مقيدة لتحويل الرهون العقارية أو أي اصول أخرى ضامنة للاصول المحالة وهو ما يجب التحرز منه عند تبني حوالة الحق سبيلا لإنتقال ملكية الأصول للمصدر .

٥. سندات المديونية – أو أي ضمانات أخرى لها كمحل للحق الذي يتم نقله بالحوالة – قد تتضمن " سعر فائدة متغير " Variable Rate of Interests وهو ما يمثل إئتمانا متهافتا بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية للمصدر، وعندئذ فإنه في حالة الإصرار على تمرير صفقة التوريق عبر حوالة الحق فإنه يتعين الاتفاق على حد ادنى لسعر الفائدة لا يجوز النزول عنه لضمان الوفاء بالفوائد والمصروفات الحيوية للمستثمرين والمصدر وهو ما تجري به الممارسة المصرفية في صفقات الرهون العقارية في بريطانيا [٢] ولا يعرف النظام القانوني الفرنسي بديلا لحوالة الحق La cession في نقل الأصول حيث حددت المادة [٣]، من مرسوم تطبيق قانون ٢٣ ديسمبر

---

[١] تنص المادة ٣٠٧ مدني مصري على أنه " تشمل حوالة الحق ضماناته والكفالة والامتياز والرهن كما تعتبر شاملة لما حل من فوائد واقساط" وراجع امام القضاء المصري : نقض مدني ١٦ مايو ١٩٧٨ مج، س ٢٦، ورقم ٥٨، ص ٢٥٧ – نقض مدني ١٦ مايو سنة ١٩٧٨، مج، س ٢٩، رقم ٢٤٧ ص ١٢٦١ – نقض مدني ١٨ ابريل سنة ١٩٩٠، مج ، س ٤١، ج ١ رقم ١٦٥ ص ١٠٠٦.

[٢] انظر في ذلك : د. حسام الدين كامل الاهواني، النظرية العامة للالتزام، ج ٢ أحكام الالتزام سنة ١٩٩٦ ص ٣١٢، وراجع مجموعة الاعمال التحضيرية للقانون المدني جـ ٣ ص ٣٠٣.

[٣] انظر في ذلك : د. حسام الدين كامل الاهواني، النظرية العامة للالتزام، ج ٢ أحكام الالتزام سنة ١٩٩٦ ص ٣١٢، وراجع مجموعة الاعمال التحضيرية للقانون المدني جـ ٣ ص ٣٠٣.

سنة ١٩٨٨ في شأن المنشآت المعينة بالنقل المجمع للاوراق المالية أو بالمنشآت المالية المتخصصة في توظيف الديون المجمعة والصادر في ٩ مارس سنة ١٩٨٩ حوالة الحق كطريق وحيد لنقل ملكية الأصول لمنشأة الإئتمان الوسيطة(المصدر) Fonds Commun de Creances[١]، وذلك من خلال إتفاق بين البنك البادئ للتوريق وهذه المنشأة الوسيطة ملحق به قائمة[٢] Borderedu تتضمن ما يلي :

١. عقد أو صك الحوالة Acte de Casseion de Creances
٢. عبارة يفاد منها خضوع الحوالة لاحكام قانون ٢٣ ديسمبر سنة ١٩٨٨.
٣. تعيين المحال إليه Designation du cessionnare
٤. تعيين وتفريد الديون المحالة Des Creances Cedees
٥. التفاصيل الخاصة بالمدينين Debiteurs.
٦. إجمالي مبلغ الديون وتواريخ استحقاقها النهائي .
٧. الأساليب المقبولة للوفاء بالديون .
٨. عبارة تفيد أن الحوالة تلزم المحيل Le Cedant بأن يقوم – بناء على طلب من المحال إليه – بأي عمل ضروري للمحافظة على ضمانات الديون (الأصول) .

- النقل القانوني والانصافي للاصول :

---

(١) انظر في ذلك : د. حسام الدين كامل الاهواني، النظرية العامة للالتزام، ج ٢ أحكام الالتزام سنة ١٩٩٦ ص ٣١٢، وراجع مجموعة الاعمال التحضيرية للقانون المدني جـ ٣ ص ٣٠٣.

(٢) انظر في ذلك : د. حسام الدين كامل الاهواني، النظرية العامة للالتزام، ج ٢ أحكام الالتزام سنة ١٩٩٦ ص ٣١٢، وراجع مجموعة الاعمال التحضيرية للقانون المدني جـ ٣ ص ٣٠٣.

Legal & Equitable Transfr of Assest

تجدر الإشارة إلى أن عددا كبيرا من الـنظم القانونيـة الأنجلو اميريكية تميز ما بين الملكية القانونيـة Ownership Legal التي تتضمن حق الانتفاع والتصرف وتـسمى أحيانـا الملكية التامة أو الكاملة Perfct Title وبـين حـق الانتفـاع Beneficial Ownership.

بناء على التقسيم السابق يثور التساؤل بـشأن الأصـول موضوع الحوالة وما إذا كان يتم نقل ملكيتها القانونية أو الكاملة للمصدر ام ان ما ينتقل فقط هو حق الانتفاع، وفي هذه الحالـة الاخيرة لن يحصل المصدر إلا على سند إنصافي بحق الانتفاع Title in Equity[١].

إنتقال الملكية الكاملة SPV يمثل في هذه النظم ضـمانا اقوى – بطبيعة الحال – من مجرد السند الانصافي بحق الانتفاع بالاصول، خصوصا عندما تلوح بعض الشكوك أو النـذر فـي شأن البنك البادئ للتوريق وإمكان تعرضه للاعسار أو للإفلاس

مع ذلك فإن المشاهد حاليا مـن الممارسـة المـصرفية لأسواق التوريق يشير لتزايد التوجه نحو الإكتفاء بمنح المصدر سندات إنصافية لحق الانتفاع بالاصول، وزيادة مناظرة لقبـول وكالات التصنيف لهذا الخيار بشكل غير متوقع في إطار تنظيم صفقات التوريق على اساس ان الفحص الدقيق للمركز المـالي للبنك البادئ للتوريق، والضمانات الاضافية للصفقة يهونان كثيرا من أهمية مخاطر الإعتماد على هذه السندات الانصافية [٢].

---

(١) راجع : بين وشيا وارورا، المرجع السابق، ج١ الفصل ١١.

(٢) راجع : بورروز وسيدلي واوستن، المرجع السابق، ص ١٥.

إعلان المدين بحوالة الحق في الأصول : Notice

من الأهمية بمكان ان يقوم المصدر (SPV) بإعلان المدين بالحوالة سواء كانت تلك الحوالة قانونية Legal Assignment أم إنصافية Equitable Assignment لأنه لو لم يعلم بأمر حوالة الحق فسوف يستمر في الوفاء للبنك البادئ للتوريق، ولن يكون من الممكن إلزامه مرة أخرى في حالة عدم وفاء الأخير بالمبلغ الموفى به للمصدر نتيجة غش أو خطأ غير مقصود، وان كانت الممارسة تجري حتى الآن على إفتراض وكالات التصنيف حسن نية أطراف الصفقة أيان تنفيذها وعدم تصرفهم بشكل إحتيالي إلى جانب عدم توقع إقتراف البنك البادئ للتوريق لاخطاء ادارية فاحشة[1]، وتعتبر حوالات الحقوق في سندات الديون قد تمت فعلا وبشكل قانوني في معظم النظم القانونية الأوروبية دون تعليق ذلك على إعلان المدين بالحوالة طالما لم تصطدم هذه الحوالات بنص قانوني أو بالآداب العامة، لكن تشترط هذه النظم أحيانا ضرورة إعلان المدين كشرط شكلي لنفاذ انتقال الحق في السندات، أو كسبيل لتغيير صورة الحوالة، من حوالة إنصافية لا يهم فيها الشكل القانوني بقدر الاهتمام التشريعي بقصد انتقال الحق المحال إلى الشخص المحال إليه، إلى حوالة قانونية مستكملة للأركان الموضوعية

---

(١) راجع :
د. خالد امين عبد الله، المرجع السابق، ص ٤٥، بورروز وسيدلي واوستن، المرجع السابق نفس رقم الصفحة – فابوزي، السابق سنة ١٩٩٨، ص ٣٧٤ .

والشكلية، أو أخيرا لإحاطة المدين علما بأن البـادئ للتوريـق اصبح معسرا[١].

وتجري معظم التشريعات في خصوص ذلـك التقـسيم لحوالة حق قانونية واخرى إنصافية على غرار المادة ٣٦/١من قانون أحكام الملكية الأنجليزي الصادر سنة ١٩٢٥ والتي نص على شروط في الحوالة القانونية على النحو التالي : [٢].

١. ان تكون الحوالة مكتوبة بخط يد المحيل [٣].
٢. محل الحوالة دين أو أي منقولات أخرى [٤].
٣. تسليم إعلان صريح ومكتوب للمدين أو للأمين المـودع لديه الدين [٥].

معنى ذلك ان عدم توافر أي شرط من الشروط الثلاثـة السابقة في القانون الأنجليزي تستحيل معـه الحوالـة حوالـة إنصافية وهو ما يترتب عليه ان المحال إليه لا يستطيع ان يرفع دعوى على المدين مباشرة لاستيفاء حقه ولكن لا بد من تـدخل المحيل معه في هذه الدعوى .

ويتخذ شرط تسليم الإعلان للمدين أهمية – خاصة فـي الفقه الأنجليزي – خشية استمرار الوفاء للبنك البادئ للتوريـق كما اوضحنا بالإضافة إلى ان تخلف شرط الاعلان وصيرورة

---

(١) انظر :
بومز وويمرش، المرجع السابق ص ٢٥، ٥١، ٨٧، ١٣٣، ١٩٩، ٢٠٧، حيث يستعرض ذلك الموضوع في النظم القانونية في بلجيكا والدنمرك والمانيا وايطاليا واسبانيا والنرويج .
(2) راجع في شأن هذه الشروط في القضاء الانجليزي الحديث :
Singer & Friedlander V. Creditanstalt Bankverein (1981) Com. L. Report, P 69.
(3) "Any absolute assignment by writing under the hand of the Assignor"
(4) "Any legal thing of action "
(5) "Express Notice in writing has been given to the debtor"

الحوالة إنصافية قد يدخلها في غمار حوالات أخرى إنصافية انشأها المحيل البادئ للتوريق فتكون الأولوية في وفاء المدين للحوالة المعلنة له، واخيرا، فإن تمام إعلان المدين يحول بينه وبين التمتع بأي حق جديد في التمسك بالمقاصة Set – Off أو بأي حق مقابل لحق المحيل [١].

ويسير القضاء الأنجليزي على ضرورة موافقة الغير ذى الصلة بديون القروض المصرفية على الحوالة والا فإن أي حوالة للحق في الأصول من جانب البنك البادئ للتوريق سيترتب عليها انتقال الحقوق وفوائد سندات ديون القرض للمصدر (SPV) فقط وتظل الالتزامات على عاتق البنك وحده [٢].

وفي القانون المدني المصري – كما ذكرنا – فقد نصت المادة ٣٠٥ على أنه : " لا تكون الحوالة نافذة قبل المدين أو قبل الغير إلا اذا قبلها المدين أو اعلن بها، على أن نفاذها قبل الغير بقبول المدين يستلزم ان يكون هذا القبول " ثابت التاريخ ".

ويستفاد من هذا النص نفاذ الحوالة فيما بين البنك البادئ للتوريق والمصدر المحال إليه لكنها تظل غير نافذة في مواجهة المدين أو الغير، بالنسبة للمدين يجب علمه بالحوالة ليتم الوفاء للمصدر كدائن جديد والا يتعرض لضرورة الوفاء مرتين، وبالنسبة لتحديد مفهوم الغير فقد قررت محكمة النقض أنه " يعد

---

(١) راجع في ذلك :

A. Creswell, M. Blaire, H. Hill & PH Wood Encyclopedia of banking law Butterworth, 1982, 3778

(٢) انظر في القضاء الانجليزي :

United Dominons Trust V. Parkway Motors (1955) 2 AIIE.R. 557 – Trendtex Corp. V. Credit Suisse (1980) Q.B 692.

من الغير في الحوالة كل شخص كسب من جهة المحيل حقا على الحق المحال به يتعارض مع حق المحال له[1]. كذلك قضت محكمة النقض الفرنسية بأنه : " يعد من الغير هؤلاء الذين لم يكونوا طرفا في إتفاق الحوالة وتكون لهم مصلحة في ان يظل المحيل دائنا "[2].

في القانون المدني لهونج كونج[3] – والذي يتأثر كثيرا بالنظام القانوني الأنجليزي – تعد الحوالة قانونية لو توافرت لها الشروط الآتية :

١. كانت مكتوبة وموقعة من البنك البادئ للتوريق .

٢. لم يكن يفهم من الحوالة أنها مجرد نقل لوديعة موضوعة تحت إشراف شخص آخر غير البنك .

٣. الإعلان الصريح المكتوب بالحوالة تم تسليمه فعليا للمدين من جانب الشخص المخول تسلم هذا الدين أو المطالبة به (الـ SPV) من تاريخ تسلم المدين للاعلان، وينجم عن تسليم المدين لاعلان حوالة الحق في الأصول من البنك البادئ للتوريق للـ SPV في قانون هونج كونج بعض الآثار القانونية على النحو التالي :

١. إمكان تمسك المدين بالمقاصة الانصافية Equitable Set – Off وذلك في مواجهة المصدر الذي يطالبه بالوفاء له بمقتضى سندات الدين التي تسلمها من البنك البادئ للتوريق .

---

(١) انظر : نقض مدني ٢٥ أبريل سنة ١٩٧٦، مج، س ١٨، رقم ١٣٣، ص ٨٧٢.

(2) راجع : Cass. Cov. 4 Dec. 1985, RTD Civ. 1986. P.750

(3) قرب في شأن احكام الحوالة في هونج كونج، بورروز وسيدلى ولوستن، يوررومنى السابق، ص ١٦.

٢. إمكان قيام المدين والبنك البادئ للتوريق بتعديل النصوص أو الشروط المرتبطة بالاصول دون إشتراك المصدر، ويمكن ان يتم تفادى ذلك بفرض اشتراط على البنك يقضي بعدم قيامه أو موافقته على قيام المدين بإجراء أي تعديلات أو إضافات أو تحريف للنصوص والشروط المرتبطة بالأصول ذات الصلة بالتوريق وذلك لمصلحة المصدر والأمين على ضمانات Trustee Security.

٣. ضرورة ضم البنك البادئ للتوريق في أي دعوى قانونية يرفعها المصدر ضد المدين واعتبارهما طرفا واحدا في الدعوى ويمكن – في هذا الصدد – ان يطلب من المدين الموافقة على اشتراط مفاده ضرورة مساعدة المصدر أو انجاز أي خطوات اجرائية مطلوبة في أي دعوى قضائية تتعلق بالاصول .

٤. من حق المدين التخلص من التزامه بالوفاء بدينه في مواجهة البنك البادئ للتوريق بكافة الطرق المفضية لذلك الهدف

ثانيا : نقل الأصول عن طريق التجديد :

إذا كانت الحوالة وسيلة لإنتقال الحق من البنك البادئ للتوريق للمصدر (SPV) فإن التجديد Novation يمثل احد أهم الأسباب لإنقضاء ذلك الحق في جانب البنك ونشوء حق جديد للمصدر يحل محله ذلك الحق القديم .

ويشترط المشرع المصري التجديد ضرورة الاتفاق عليه صراحة أو استخلاصه من الظروف، فلا يجوز افتراض وجوده (م ١/٤٥٣) مدنى [١]. ويتجدد الحق أو الإلتزام بتغيير الدين أو

---

(١) أنظر في ذلك : نقض مدني ١٣ مايو سنة ١٩٦٥، مج، س ١٦، رقم ٩٥، ص ٥٨٣.

بتغيير المدين أو أخيرا بتغيير الدائن (م ٣/٣٥٢). في صفقات التوريق فإننا نكون بلا شك في إطار الصورة الثالثة المشار إليها وهي التجديد بتغيير الدائن الذي يصبح هو المصدر بدلا من البنك البادئ للتوريق. ويتعين في هذه الصورة ان يتم الاتفاق بين المدين من جانب والبنك البادئ للتوريق والمصدر من جانب آخر على صيرورة المصدر هو الدائن الجديد، ويترتب على التجديد إنقضاء الإلتزام الأصلي على عاتق المدين بتوابعه ونشوء إلتزام جديد مكانه بحيث لا ينشأ الإلتزام الجديد إلا بانقضاء الإلتزام الأصلي، ولا ينتقل إلى الإلتزام الجديد التأمينات التي تكفل تنفيذ الإلتزام الأصلي الابنص القانون إلا اذا تبين من الاتفاق أو من الظروف ان نية المتعاقدين قد انصرفت إلى ذلك [1]، وتبقى التأمينات العينية التي قدمها المدين بكفالة الإلتزام الأصلي فقط اذا إتفق المدين والبنك البادئ للتوريق والمصدر على ذلك [2] ولا ينتقل إلى الإلتزام الجديد التأمينات التي تقدم من الغير كالكفالة العينية أو الشخصية أو التضامن إلا برضاء الكفلاء والمدينون المتضامنون[3].

بناء على ذلك تختلف حوالة الحق في القانون المصري كوسيلة لنقل الحق في الأصول عن التجديد بتغيير الدائن في ان الحوالة تتم باتفاق البنك البادئ للتوريق (المحيل) والمصدر (المحال إليه) دون تدخل المدين، إلى جانب انتقال الحق بكل ضماناته باعتبارها توابعه كالكفالة والامتياز والرهن، بينما

---

(1) راجع : المادة ٣٥٦ مدني .
(2) راجع : المادة ٣٥٧ / حـ مدني .
(3) راجع : المادة ٣٥٨ مدني .

يترتب على التجديد إنقضاء الإلتزام الأصلي ونشوء إلتزام جديد مكانه وعدم انتقال التأمينات المقدمة من المدين أو الغير لضمان الدين القديم إلا بقيود.

ويسير النظام القانوني الأنجليزي تقريبا على نفس القواعد السابقة في النظام المصري غير ان العقبة الأساسية في تطبيق التجديد في توريق الديون المصرفية في الممارسة الانجليزية كانت هي ضرورة إتفاق الأطراف جميعها في هذا التجديد بتغيير الدائن حيث يعتمد تنظيم التوريق في معظم الاحيان في الممارسة العملية على حشد ديون قروض مجمعة Syndicated Loans وهو ما يتطلب تراضي عدد كبير من المدينين مع الدائن القديم (البنك البادئ للتوريق) والدائن الجديد (SPV)، أو حشد عدة بنوك بادئة للتوريق تشترك معا لاقراض مدين واحد على ان تتم صفقة القرض على عقد واحد بحيث يتحتم تراضي كافة البنوك المشتركة في القرض مع المدين والمصدر على تجديد دين القرض وهو ما أثار صعوبات بالغة أمام إنسجام الممارسة المصرفية مع النظام القانوني للتجديد[١].

---

[١] انظر في الفقه الانجليزي :

M. Calhoun, Eurodallar Loan Agreement , An Introduction and Discussion of some Special Problems , 32, The Business Lawyer (July 1977) P. 1791 – E. Nicholas , Lessons from the Iranian Experience : Impact on Loan Syndications another International Transactions , Journal of Comparative Law & Securities Regulation (1981) PP. 89- 100

وراجع كذلك :

PH. Wood . The Law and Practice of International of Finance, Sweet & Maxwell Pub 1980. P.255 et s- ed Rendell, International Financial Law Reiew, Euromoney, Pub ., 2nd ed.. 1983. P.12 et s- H Gabriel , Legal Aspects..." op. cit . P117 et s F Slater, op, cit p. 173.

وراجع كذلك مقالة بعنوان :

Selling Loan Assets under English Law: a Basic Guide , International Financial Law Review (May 1986) P.29

وانظر في القضاء الإنجليزي :

مع ذلك فإن إستخدام التجديد كآلية لنقل الحق في ملكيـــة الأصول للمصدر لا زال مزدهرا في الممارســـات المـــصرفية حينما تكون سندات الديون مرتبطة بمسؤولية محتملة Liability Contingent كمسؤولية البنك البادئ للتوريق عـــن تبعـــات التسهيلات المشروطة لتمويـــل القـــروض Loan Facilities Back-Stop[١] أو تسهيلات الإئتمانات المتجددة Revolving Credit Facilities طويلة الأجل وعندئذ يكون الخيار الافضل هو ان تتضمن عقود هذه التسهيلات "صياغة " تتيح نقل اصول ديون القروض من خلال تجديد هذه الديون [٢].

وقد اثمر توجيه المجموعة الإقتصادية الاوربية (EEC) رقم ٣١٨٠ بتاريخ ١٨ ديسمبر سنة ١٩٧٨ في شأن وحدة النقد الاوربية European Currency Unit (ECU) التـــي ســـيتم التعامل بها لحين إتمام الوحدة الأوروبية تعميما اطلـــق عليـــه " إتفاق القرض النمـــوذجي " Speciman Loan Agreement [٣]. تضمن في الشروط رقم ٢٥/٢ منه نموذجا لتلك الـــصياغة

YEB Fasleners Ltd V. Marks Bloom Co. (1983) I AllE.R583- The Lucy (1983) I Li oyd's Rep. 188 – UBAFV European American Banking Corporation (1984) 2 AllE. R. 226- Banque Keyser Ullman S. A. V Skandia (UK) Insurance (1987) 2 Lloyds Rep.96.

(١) تعرف مؤسسة التمويل الدولي هذه التسهيلات المشروطة على النحو التالي :
"An arrangement through which a financial institution agrees to provide financial support if another instrument can no longer be used or, in some cases, when a short- term financing is not rolled over , IFC, op. cit, P.85.

(٢) راجع في ذلك :
D. Bray , Developing Secondary Market in Loan Assets, International financial Law Rev. (October, 1984) P. 214 ets – J. Hughes Transferability of loan Participations, Journal of International Law, 1987, P. 137 ets.

(٣) لمراجعة تفاصيل هذا الاتفاق النموذجي تفصيليا : بين وشيا وأوروا، السابق ص ٣٩٣.

التي يجب كتابتها لتسهيل إستخدام التجديد للتخلص من ديون القروض فيما بين البنوك الاوربية اذا كانت هذه الديون مجمعة وفي صورة تسهيلات معززة للقروض وذلك على النحو الآتي :

أولا : لو اراد أي بنك نقل ملكية كل أو أي جزء من حقوقه أو فوائد ديونه والتزاماته لدائن جديد (الـ SPV) وفقا لإتفاق يتم في هذا الشأن فإن هذا النقل يكون ساري المفعول يتسلم بنك معتمد Agent Bank شهادة نقل كاملة ومستوفاة Duly completed and Transfer Certificate Executed بياناتها على النحو الموضح بالنموذج وينقل فيها بيانات الاتفاق السابق بين البنك والدائن الجديد وتتضمن أيضا ما يلي :

أ. المقترض والبنك (البادئ للتوريق) تتقضى التزامات كل واحد منهما قبل الآخر وكذلك حقوق كل واحد منهما لدى الآخر ويطلق على هذه الالتزامات والحقوق بعد ذلك إصطلاح " الالتزامات والحقوق الملغاة " Rights Discharged & Obligations.

ب. سيناط بالمقترض والدائن الجديد (SPV) حقوق والتزامات جديدة متقابلة تختلف عن تلك التي كانت موجودة بين المقترض والبنك .

ج. على البنك المعتمد أن يقوم بسرعة Promptly بتسليم نسخة من شهادة النقل للمقترض (المدين) وإشعار الغير ذي الصلة – كدائني البنك البادئ للتوريق – بتسلمه لهذه الشهادة المتضمنة تجديد الدين، ويسهل الشرط رقم ٢٥ المشار إليه في

النموذج عمليات التجديد التي يمكن ان يحتاج إليها أطراف إتفاق القرض كوسيلة لنقل الأصول المصرفية[١].

** مآخذ التجديد كوسيلة لنقل الأصول :

إذا كان نجاح التجديد كطريق لنقل الأصول موضوع التوريق يعتمد على ضرورة أن يكون الدين قرضاً مصرفياً، فقد أثبتت الممارسة العملية أن معظم صفقات التوريق تتضمن – في العادة – محافظ ضخمة ومتنوعة للاصول المدنية غير القروض المصرفية ناهيك عن رغبة معظم البنوك البادئة للتوريق في عدم تدخل أي طرف آخر (الـ SPV أو غيرها) في علاقاتها بعملائها .

ويضيف جانب من الفقه [٢] أنه بالرغم من ان التجديد يمثل الطريق الوحيد الذي يتم بموجبه التحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات لإستبداله للحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، ونجاحه كالية مستخدمة حتى الآن في بيع الذمم المدينة الناتجة عن البطاقات الإئتمانية المخصصة لتجارة التجزئة، فإن لقوانين حماية المستهلك اثر كبير على قدرة المقرض الأصلي (البنك البادئ للتوريق) والدائن الجديد (الـ SPV) على تنفيذ العقد ضد المقترض (المستهلك المدين). فمثلا ينظم (قانون الإئتمان الإستهلاكي) في بريطانيا والصادر عام ١٩٧٤ الإئتمان الممنوح بمبالغ تقل عن ١٥٠,٠٠٠ جنيه

---

(١) راجع في شان هذه الشروط في القضاء الانجليزي الحديث :

1. Singer & Friedlander V. Creditanstalt Bankverein (1981) Com. L. Report, P 69.

(2) راجع : د. امين عبد الله، الرجع السابق، ص ٤٤

إسترليني اذ يتطلب الحصول على الترخيص المسبق ويفــرض نوع من الرقابة على التجارية فيما يخص تجهيز البضائع على أساس الايجار والشراء اللاحق (Hire, or Hire Purchase) فإذا لم يتم الوفاء بمتطلبات الترخيص فإنــه لا يمكــن للبــائع المقرض تنفيذ الدين .

(ثالثا) المشاركية الفرعية Sub- Participation

هو ثالث الأساليب المعروفة لنقل الأصول مــن البنــك البادئ للتوريق للمصدر، وربما الاكثر شهرة كمصطلح مصرفي وان لم يكن له أي مدلول قانوني إلا في القــانونين الأنجليــزي والاميريكي، هذا الأسلوب يستخدم لوصــف ترتيــب تمــويلي Funding Arrangement يتم ما بين البنك البادئ للتوريــق وبنك آخر يطلق عليه أسم البنك " المــشارك " Participant Bank أو " البنك القائد " Leading Bank.

بمقتضى هذا الترتيب يقوم البنك المشارك – الذي سيقوم المصدر (SPV) بدوره في التوريق – بتقديم مبلغ مــن المــال للبنك الأول مقابل سندات مديونية على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها – فقط عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مناظر – يشمل اصل المبلغ المقدم من البنك المشارك وفوائــده – مــن المدين في هذه السندات(غالبا مقترض) للبنك البــادئ للتوريــق حيث يسلم هذا المدين للبنك الأخير ذلك المبلغ وفوائــده فيقــوم البنك بدوره بالوفاء للبنك المشارك .

في إطار الآليه لا يملك البنك المشارك رجوعـا Non-Recourse على البنك البادئ للتوريق حيث لا يكون الأخيـر مسؤولا عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به لو لم يستلمه من المدين [١].

**مآخذ أسلوب المشاركة الفرعية وطرق الحد منها :

المآخذ التي يمكن رصدها بالنسبة لهذا الأسلوب تنطلـق من فرضية عدم علاقة تعاقدية Contractual Nexus علـى الإطلاق فيما بين البنك المشارك والمدين بعكس الحال في حوالة الحق والتجديد حيث تترتب علاقة بشروط محـددة فيمـا بـين المحال له والدائن الجديد وبين المدين وهو ما يترتب عليه الآثار الآتية :

أولا : عدم تمتع البنك المشارك (الـ SPV) بحق انتفاع على الدين، واذا كان هذا الدين دين قرض فلا يتمتع بأي حـق من حقوق البنك البادئ للتوريق بموجـب إتفـاق " تـسهيلات القروض " Loan Facility .

ثانيا: عدم إستطاعة البنك المشارك رفع دعوى لمطالبـة المدين (غالبا مقترض) بالوفاء بقيمة المبلغ المدفوع للبنك البادئ للتوريق وفوائده وذلك في حالة تأخر هذا المدين في الوفاء للبنك الأخير في تاريخ الإستحقاق بمقتضى التزاماته المقررة في العقد المبرم بينه وبين هذا البنك، ولن يكون بمقدوره – خاصة– فـي

---

(١) أنظر في تفاصيل قواعد هذا الاسلوب :
Reade Ryan , U. S Participation Agreement, I.F.L.R. October , 1984- J. Hughes & R. Palache " Loan Participations" : Some English Law consideration , I.F.L.R. November 1984.

القانون الأنجليزي – إلا الإعتماد على قيام البادئ للتوريق برفع دعوى استرداد Recovery Action لإسترداد قيمة دينه المتأخر في الوفاء لدى المدين، و إنتظار نتيجة هذه الدعوى، لدى المدين، وانتظار نتيجة هذه الدعوى، وقد جرت الممارسة المصرفية على قبول اتخاذ البنك المشار لاجراءات قانونية مؤثرة على سير الدعوى، كما يبقى له الحق في توجيه (إعتراض) Veto على إجراءات أو تصرفات البادئ للتوريق في هذا الشان ليجبره على ضرورة إستشارته قبل اتخاذ مثل هذه الإجراءات أو التصرفات خصوصا فيما يتعلق بجدوله التسهيلات الإئتمانية للمدين لمساعدته على الوفاء، سواء بمد اجل إستحقاق الدين أو بتقليل سعر الفائدة [١].

ثالثا: تجشم البنك المشارك لخطر إئتماني مزدوج [٢] Double Credit Risk ويمكن توضيح ذلك على النحو الآتي:

١. لو ا فلس البنك البادئ للتوريق وبدأت إجراءات الإفلاس لتصفية أمواله فإن الأموال المستردة من المدين لن تخصص للوفاء بدين البنك المفلس للبنك المشارك وإنما ستخصص للوفاء بديون كتلة الدائنين بشكل عام General Body of Creditors

٢. تعرض المدين لإعسار أو للإفلاس قد يؤخر أو يعدم فرصة سداده لدينه في مواجهة البنك البادئ للتوريق، وهو ما

---

(١) راجع :

Maurice Allen, Asset Sales, an Analyse of Risk for Buyers and Sellers, Journal of Internationl Banking Law, 1987. P 42. ets.

(٢) أنظر في القضاء الانجليزي بصدد انتقاد ذلك الوضع في النظام القانوني الانجليزي Waite Hill Holding V. Marshall (1983) 133, N.L.J. 745

يعرض البنك المشارك لخطر إئتماني محقق – كما ذكرنا – لتخلف العلاقة التعاقدية فيما بينه وبين ذلك المدين .

وإذا كان من أهم أسباب نمو السوق الثانوي لبيوع الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا هو عدم فرض أي قيود جوهرية من جانب السلطات المصرفية المختصة في هذا الشأن على البنوك البائعة أو المشترية، فقد إرتأى جانب من هذه السلطات ضرورة التدخل للحد من مثالب أسلوب نقل الأصول بالمشاركة الفرعية، ففي الولايات المتحدة قيد مراقبة العملة (Office of Comptroller of the Currency (OCC) ممارسات البيع والشراء في هذه الاسوق ببعض القواعد الإرشادية، وعلى وجه الخصوص البيوع التي تتم على اساس المشاركة الفرعية وذلك لتفعيل ممارسات البنوك العاملة في هذه السوق واداء دورها ولكن بشكل يتسم بالحذر [١].

بشكل رئيسي ظهر منشور للـ (OCC) عام ١٩٨٣ موجه " للبنوك المشاركة فرعيا " ويلغى عليها مسؤولية ضرورة التأكد من الحصول على جميع الوثائق اللازمة واجراء التحليلات الإئتمانية الكاملة، والاحتفاظ بحق إدارة الديون خلال فترة المشاركة، كذلك يحمل هذا المنشور، المشار إليه، البنوك البادئة للتوريق – بإعتبارها البنك البائع لسندات المديونية – إلتزاما بضرورة تزويد البنوك المشاركة بالمعلومات وتعزيز

---

[١] راجع في هذا الشأن R. Ryan , Participations in Loans and New York Law, II. F.L.R. October 1984, PP. 40-47.

إئتمانها بالتأمينات Insurances والكفالات Warranties التي تمكنهم من تنفيذ مسؤولياتهم [١].

وعلى الرغم مما ذكرناه الآن من عدم تدخل السلطات المركزية في بريطانيا والولايات المتحدة بفرض قيود على أسواق بيوع الأصول، فإن هذه السلطات تهتم بدعم البنوك خصوصا اذا كانت بنوك مشترية (SPVs) لضبط ميزانياتها العمومية وعدم تعريضها للمخاطر الإئتمانية Balance Sheet Exposure لو كان نقل الأصول يتم من خلال أسلوب المشاركة الفرعية، وبشكل خاص إذا استشعرت هذه السلطات المركزية وجود التزامات أو مسؤوليات محتملة ستدرج في الميزانيات العمومية للبنوك المشاركة [٢].

---

[١] انظر في ذلك :

OCC Banking Circular No. 181 Originally issued, December 1983, Amended August 1984

في هذا المعنى يرى جانب من الفقه العربي ضرورة تأكد البنك المشارك (الـ SPV) من الجدارة الإئتمانية للمدين قبل اتمام ما يمكن ان يطلق عليه " البيع على الحساب Sale on Credit"، كما يتعين تخصيص احتياطي لمواجهة حالات تخلف المدين عن الوفاء، او ضمانة عقارية او إناطة إدارة الديون بالبنك المشترك بإعتباره امينا Trustee عليها، راجع في ذلك : د. خالد أمين عبد الله، المرجع السابق ص ٤٥، ٤٧.

وفي القضاء الانجليزي : Gorge Mitchell (Chester hall) Ltd. V. Finney Lock Seeds Ltd (1983) 2 AllE.R 737

[2] راجع في ذلك :

Bank of England Discussion Paper No. 2, Dated March 1985 on Syndicated Credit Market – Paper of Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices on "The Management of Banks Off – Balance Sheet Exposure, March 1986 – Consultative Paper of Banks, March 1986 – Agreed Proposal of the United States Federal Banking Supervisory authorities and the Bank of England on Primary Capital and Capital Adequacy Assessment, January 1986.

وانظر ايضا :

"Technical Release on " Off – Balance Sheet Finance and Window Dressing" The Institute of Chartered Accountants, December 1985.

في المقابل فقد شكك " المعهـد الامريكـي للمحاسـبين العمـوميين المـرخص لهـم " American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) في المخاطر الإئتمانية التي تنجم عن بيوع الأصول عن طريـق المـشاركة الفرعية مؤكدا أنه لا ينبغي استنتاج وجود هذه المخـاطر مـن مجرد التـأخر فـي الوفـاء Default أو الادعـاء الكـاذب Misrepresentation بعدم الملاءة وإنما يتعين ان يعكس واقع الحال ذلك بحيث يثبت وقوع المدين في ضائقة مالية ويمثل رد فعله كعميل في مواجهة البنك البادئ للتوريق (البنك البائع) " تغييـرا مناقـضا بـشكل جـوهري " Material Adverse Change لممارسته السابقة مع هذا البنك [١].

---

[١] راجع :
AICPA Proposed Practice Bulletin, Accounting for sales of Loans under Committed Facilities" August 8, 1986

المبحث الثالث
آليات الحد من آثار الإفلاس على
عمليات التوريق

تمهيد وتقسيم :

تمثل سندات المديونية الموجودة بحوزة البنك البادئ للتوريق أصوله التي يعول المصدر وجمهور المستثمرين المكتتبين في أوراقه المالية عليها، معنى ذلك ان هذه الأصول تمثل مصدر إعادة الوفاء أو" مورد الوفاء " Payment Stream الذي يعد العمود الفقري لصفقه التوريق بكاملها، وبالتالي فإن أي خطر مهدد لهذه الأصول قبل انتقالها من الذمة المالية للبنك البادئ للتوريق يمثل دون شك تهديدا للمصدر وللمستثمرين، وتفويضا للثقة والإئتمان الملازمين لصفقات التوريق .

أولا العوامل المؤثرة في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء :

يتأثر ذلك التنبؤ ببعض المخاطر التي يمكن ان تحيق بالمدينين Obligors في شأن وفائهم بالتزاماتهم المقررة في صكوك المديونية سواء في مواجهة الدائن القديم(البنك البادئ للتوريق)أو في مواجهة الدائن الجديد(الـ SPV)

من جهة أخرى قد تتعرض سندات المديونية لمخاطر عدم الوفاء بسبب طبيعة هذه السندات، واخيرا فإن إضطراب المركز المالي للبنك البادئ للتوريق يمثل خطرا مهددا بإفلاسة وهو ما ينعكس بالضرورة على أصوله.

ونلقي الضوء على العاملين الأول والثاني مع إفساح المجال لمناقشة العامل الثالث في موضعه المناسب .

١. التأخر والعجز عن الوفاء :

تكمن المخاطر الإئتمانية في خطرين أساسيين هما " خطر التأخر في الوفاء " Slow Pay Risk، و " خطر العجز عن الوفاء " No Pay Risk، بالنسبة لخطر الوفاء المتأخر فإنه من المعلوم أنه إذا علم المستثمر حامل الأوراق المالية ان فوائد دينه التي تصرف له كل شهر أو كل عدة شهور ستتاخر لان المدين ينوي تأخير الوفاء فإنه سيصاب بخيبة أمل لن تؤثر فقط في تنبؤه بقدرة الأصول على الوفاء وانما ينعكس ذلك على الثقة في صفقات التوريق برمتها.[١]

ترتيبا على ذلك فإنه يتعين ان يزداد عدد المدينين في السندات بشكل يكفي لضمان أنه حتى لو كان من المتوقع أن يتأخر عدد منهم في الوفاء فإن ذلك التأخير لن يكون معوقا مانعا للوفاء بفوائد الأوراق المالية المصدرة .

أما بالنسبة لخطر العجز عن الوفاء فإن هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الإتمانية للمدينين حيث قد يعحز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الافلاس أو قد يكون لديه دفع قانوني لعدم الوفاء في مواجهة المصدر، ولا مفر هنا أيضا من ضرورة اللجوء لزيادة عدد المدينين بالسندات لتحجيم خطر العجز عن الوفاء [٢].

---

(١) راجع : جوزيف سمولمان، المرجع السابق، ص ١٤٦.

(٢) بخصوص الدفوع القانونية التي بمقدور المدينين الدفع بها في مواجهة المصدر راجع : المادة ٣١٨/٩ (١) من قانون التجارة الموحد الأمريكي (UCC)

٢. مخاطر عدم الوفاء الراجعة لطبيعة السندات :

قد تتدخل طبيعة أو نوع سندات المديونية في خلق مخاطر إئتمانية بإحتمال عدم الوفاء بفوائدها أو بأصل مبلغ الدين، أبرز مثال لذلك هو السندات التجارية Trade Receivable التي تمثل إلتزامات مستحقة عن بضائع تم بيعها أو خدمات تم تقديمها. في هذا النوع من السندات قد يثبت ان بعض المدينين كانوا قصرا Minors أو أن البضائع المباعة بها نقص أو عيب Defective ... الخ [1] في مثل هذه الحالات لن يكون أمام المصدر كمشتري لسندات المديونية سوى التعجيل بتحصيل عوائد السندات قبل وقوع مخاطر التأخير أو العجز .

من جهة أخرى فإن هذا النوع من التنبؤ بالخطر لن يمكن بلوغه لو كانت سندات المديونية تمثل وفاءا بالتزامات يتم تنفيذها في المستقبل Future Performance Obligations، هذا المقابل يدفع من المدين الممنوح له الأمتياز Franchisee لمانح الأمتياز Franchisor (وهو هنا البادئ للتوريق) للحصول على ترخيص إدارة العمل مستخدما الاسم التجاري الخاص أو العلامة التجارية للمانح وبيع منتجات أو تقديم خدمات معينة يتم الاتفاق عليها، مقابل منح الاميتاز لا يعد في الغالب " التزاما بالوفاء "ayment Obligation" وانما مجرد " أمل في الوفاء " Expectation of Payment ويمكن حساب هذا المقابل بنسبة معينة من المدخولات أو الأرباح الشهرية أو ربع السنوية للمنوح له الأمتياز، ولو لم يكن هناك أرباح أو مدخولات فلن

---

(١) انظر : شواركز، السابق، ص ٢٢

يتمكن المدين من الوفاء بهذا المقابل – كذلك لو عجـز مـانح الأمتياز (البادئ للتوريق) أو قصر في أداء ما إتفق عليه في عقد منح الأمتياز بالنسبة لتقديم ما وعد به من خدمات للمنوح له الأمتياز، فإن للاخير ان يدفع بعدم الوفاء بالمقابل [١].

ووفقا للمادة ٣٦٥ من تقنين الافلاس الفيدرالي الأمريكي Federal Bankruptcy code سنة ١٩٧٨ فإنه في حالة إفلاس البادئ للتوريق فسيكون له أو للأمين (السنديك) Trustee الحق في أن يرفض Reject أو يسلم بـ Assum إتفاق منح الأمتياز باعتباره من العقود آجلة التنفيذ Excutory Contract [٢].

والعقد الأجل التنفيذ المشار إليه هو عقد ملزم للجانبين، وبالتالي فإنتهاك أي طرف لالتزاماته يبرر للطرف الآخر الاحجام عن تنفيذ التزاماته هو الآخر ولما كان عقد منح الأمتياز يمثل نموذجا لهذا النوع من العقود فإن للبادئ للتوريق الذي يتعرض للإفلاس ان ينهي هذا العقد من جانبه لو كان لديه "

---

(١) راجع : جيلمر، السابق، ص ٢٤٩

وانظر كذلك :

Christina Ruse & Elana Katz, Heinemann International Students, Dictionary , New Hamshire 1991, P 263

وراجع في القضاء الامريكي :

Principe V. Mc. Donald's Crop . 631 F. 2d 303 (4th Cir. 1980) cert denied 451 U.S 970, 101, S. ct. 2047 (1981)

(2) جاء نص هذه المادة على النحو التالي :

(a) The trustee, subject to the court's approval may assume or reject any executory contract... of the bebtor.

(b) If there has been a default in an executory contract ... of the debtor, the trustee may not assume such contract.

راجع في ذلك

Asa S. Herzog & Lawrence P. King, Bankruptcy Code , Collier Pamphlet Ed. 1989, Part I, Matthew Bender , P. 207 , 208

مبررات تجارية " Business Reasons لذلك [١]. الأخطر من ذلك أن طرح أو رفض البادئ للتوريق عند افلاســه للعقــد ذو الالتزامات الآجلة قد يعرضه لمطالبة الطرف الآخر بالتعويض عما حاق به من أضرار بسبب اخلاله بالتزامه، غيــر ان هــذا التعويض ليس له أولوية في القانون الأمريكي ويصنف في نفس مــصاف التعويــضات العامــة غيــر المـضمونة General Unsecured Claim بالنسبة للبادئ للتوريق [٢].

صفوة القول ان كل العقود التي يكون فيها مورد الوفــاء مستقبل Future Payment Stream كعقود الإيجار وعقــود منح التراخيص ... الخ ستصل لنفس نتائج عقد منح الأمتيــاز كعقد اجل وبالتالي فإن اخلال البادئ للتوريق بالتزاماته العقدية يمكن المدينين من التمسك بالدفع بعدم الوفاء، على صعيد آخــر هناك مخاطر ملازمة للتنبؤ بالوفاء وتتعلــق بطبيعــة ســندات المديونية وذلك اذا كانت هذه السندات قابلة للوفاء المبكر قبــل تاريخ استحقاقها Repayable Receivables، مثلا الــسندات

---

(١) يلاحظ ترديد مناقشات الكونجرس الأمريكي لذات التعبير المشار اليه بالمتن والخاص بالمبررات التجارية راجع في ذلك :

House Rep. No. 95-595, 95th Cong. 1st Sess 347 (1977)

وانظر استخدام القضاء الامريكي لهذا التعبير :

In re O.P.M Leasing services , Inc 23 B.R. 104 , 117 (Baker . S.D.N.Y. 1982) – In re Streets & Beard Farm Partnership, 882 F. 2d 233 (7th Cir 1989)

(٢) راجع في ذلك المادة ٣٦٥ (G)

وفي القضاء الامريكي :

Re Sunberg 729 F. 2d 561 (8 the Cir. 1984) – re Photo Promotion Associates, Inc 61 Bank Rep . 936 (Banker S.D.N.Y. 1986) – United Virginia Bank V. Slan Fork Coal Co., No 85-1228 (4 the Cir. 1986)

الناجمة عن مديونيـــة القــروض المــضمونة بـــرهن رســـمي Mortgage Loan وحدث هبوط فـــي ســعر الفائــدة علـــى القروض، فإن المدينين قد يقومون بوفاء كافي ومبكـــر لاصـــل ديون الأوراق المالية المصدرة من الـــ SPV لكـــن سيـــصيب المستثمرين حملة الأوراق بالإحباط حيث كانوا يراهنون علــى بقاء أوراقهم المالية لفترة طويلة يستفيدون خلالها من سعر فائدة ثابت يدر عليهم سيولة مالية منتظمة [1].

ثانيا- إقصاء خطر الإفلاس عن المصدر Making the SPV Bankruptcy Remote

في إطار البحث في ماهية التوريق المـــصرفي أشـــرنا لضرورة عزل الأصول عن البنك البادئ للتوريق Isolate the Assets from the Originator وذلك ببيعها للمصدر (SPV) ذو المركز المالي القوى والمنظم إئتمانيا بـــشكل يـــرجح معـــه ابتعاده عن احتمالات التعثر أو الافلاس فتدخل تلك الأصول في الذمة المالية للمصدر وتصير بمنأى عن التهديد بإدخالها كعنصر في تفليسة البنك لو توقف عن دفع ديونه التجارية في تـــواريخ استحقاقها .

الواقع أن هذه الصورة هي الحالة النموذجية التي يجـــب ان تكون عليها صفقات التوريـــق لكفالـــة الطمأنيـــة للمـــصدر

---

(١) راجع باتاشاريا وفابوزي، المرجع السابق، ص ٣٣١ - فرانك فابوزى " The Handbook " المرجع السابق، ص ١٢٧ وما بعدها.
وانظر ايضا :
Zoe Shaw , Structural Risks and innovations ,Euromoney, Dc Gardner Workbook Euromoney pub pls 1996.

(SPV) والمستثمرين المكتتبين في أوراقه المالية، مع ذلك يتعين الآن التعرف على الصور التي يمكن ان يتحقق فيها وقوع تأثير سلبي لإفلاس البنك البادئ لتوريق رغم اتخاذ الإحتياطات السابقة بعزل الأصول كمصدر للوفاء عن البنك البادئ للتوريق وسبل الإفلات بين هذا التأثير، ومن المستحسن في هذا الوضع الإستفادة من الخبرة الاميريكية الرائدة في هذا الشأن .

- التجربة الأميريكية لإقصاء خطر الإفلاس عن المصدر :

إهتم النظام القانوني الأمريكي بحالة إمتلاك البنك البادئ للتوريق للمصدر (SPV) أو تمتعه بالحق في إدارته[1] حيث يمكن للبنك في الحالتين إرغام المصدر كفرع له على تقديم التماس طوعي Voluntary Petition بمقتضى المادة ٣٠١ من قانون الإفلاس الفيدرالي[2].

وعلاج هذه الحالة يكمن في ضرورة الحد من قدرة البنك البادئ للتوريق على تحقيق تلك النتيجة للمصدر وذلك من خلال النص في العقد التأسيسي Charter للمصدر على بعض الشروط على النحو الآتي

---

(1) انظر في القضاء الامريكي :

Aronson V. Lewis, 473 A.2d 1050 (1984) – Citibank, N. A. V. Data Lease Financial Corp., 828 F .2d 686 (11th Cir. 1987)

(2) جاء نص هذه المادة على النحو التالي :

"A Voluntary case under a chapter of this title is commenced by the filing with the bankruptcy court of a petition under such chapter by an entity that may be a debtor under such chapter. The commencement of a voluntary case under a chapter of this title constitutes an order for relief under, such charter.

راجع في ذلك :

House Report No 95-595, 95 the cong ., 1st Sess 321 (1977) , Senate report 95-989 , 95 the Cong ., 2d Sess. 31 (1978)

١. حظر وقوع تلك الملابسات التي يمكن ان يخضع فيها المصدر لطلب الإفلاس .

٢. حظر وضع المصدر نفسه في حالة الافلاس ما لم يكن معسرا Insolvent وتصويت نسبة محددة من أعضاء مجلس ادارته لصالح قرار الافلاس .

٣. ضرورة تصويت أغلبية طوائف المساهمين الذين يملكون فئات مختلفة من الأسهم بشكل مؤيد للإفلاس اذا كان راس المال مكون من فئتين فأكثر من الأسهم [١].

وقد لا يكون المصدر مملوكا أو مدارا بواسطة البنك البادئ للتوريق وانما مملوكا لشخص مستقل من الغير كمؤسسة خيرية مثلا Charitable Institution. في هذه الحالة لو أفلس البنك البادئ للتوريق فإنه ليس من مصلحة هذه المؤسسة مطلقا امتداد الافلاس إلى المصدر الأخير مستمرا في تحصيل عوائد سندات المديونية واستخدامها للوفاء بما اصدره من اوراق مالية للمستثمرين .

وقد وصلت الممارسة أحيانا إلى تحقيق الهدف بإقصاء خطر الإفلاس عن المصدر من خلال إكتسابه لشكل شركات الإئتمان غير المستهدفة للربح Non – Business Trust التي يعهد إليها بالإدارة أو الحيازة لأموال يملكها شخص لمنفعة

---

[١] راجع في القضاء الأمريكي :
Empire Life Ins, Co. of America V. Valdak Corp, 468 F. 2d 330 (5th, Cir 1972) – Aronson V. Lewis (1984) op. cit – Gilbar t V Elpaso Co., 190 A, 2d 1050 (1984)- Citibank, N.A.V Data Lease Financial Corp , 828 F 2d 686 (11th Cir.1987).

شخص آخر، وهذا النوع من الشركات لا يمكـن ان يتعـرض للإفلاس وفقا للفصل السابع من تقنين الافلاس الفيدرالي[١].

من جهة أخرى فإن تقييد قدرة المصدر علـى طلـب الافلاس الطوعي يتعين ان تلازمه خطوات موازية تقلـل مـن الملابسات التي يمكن فيها لدائني المصدر إجباره على ذلك في الافلاس الملزم Involuntary Bankruptcy المقرر في المادة ٣٠٣ من قانون الافلاس الفيدرالي وذلك بالاخلال بالشروط التي قررها المشرع لوقوع ذلك النوع من الافلاس .

فالمادة ٣٠٣ (b) تشترط توافر عدد معين من الـدائنين وشروط معينة لمطالبة هؤلاء الدائنين بالافلاس الملزم ولا سبيل لحماية الـ SPV إلا بعدم تحقق هذه الشروط سواء بتقليل عدد الدائنين أو بعدم استيفاء شروط مطالبتهم بالافلاس[٢].

ويتعين الانتباه كذلك إلى ان دائني المصدر لا يستطيعون وفقا للمادة ٣٠٣ (h) من تقنين الافلاس إجبـار البنـك علـى

---

(١) يلاحظ ان هذه الحماية لشركات الإئتمان لا تمتد لشركات الإئتمان المستهدفة للربح Business Trust والتي تخضع لإجراءات الإفلاس الفيدراليه :
راجع في ذلك المادة ١٠١ / ٨/A/٧ من قانون الإفلاس الفيدرالي . " Corporation Includes Business Trust...." والملفت ان القضاء الأمريكي يعتمد هذه القاعدة قبل صدور قانون الإفلاس الحالي بفترة طويلة .

(2) تنص هذه المادة على ما يلي :

"An involuntary case against a person is commenced by the filling ... of petition:

1) by three or more entities, each of which is either a holder of a claim against such person that is not congingent as to *liability* or the subject of a bona fide dispute, or an indenture trustee representing such a holders if such claims appregate at least 5.000 dollar more than the value of any lien on property of the debtor securing such claims held by the holders of such claims.
2) If there are fewer than 12 such holders , excluding any employee or insider of such person..."

الافلاس الملزم إلا في حالات معينة تتطلب عدم وفاء البنك بديونه المستحقه أو ان الحارس Custodian المعين أو المنوط به العناية بكل ممتلكات المصدر بهدف فرض الحجز Enforcing a lien على هذه الممتلكات قد تم تعيينه أو إستولى فعلا على حيازة هذه الممتلكات .

في كل الحالات السابقة يؤيد الفقه الأمريكي فكرة إمكان المصدر دائما النص في نظامه الأساسي أو في أي وثيقة أخرى تحكم نشاطه على قيود معينة تمنع ايقاع الافلاس بشكل ملزم عليه، كما يستحسن ان يطلب ممن يتعاقد معه التنازل مقدما عن أي حقوق لهذا الطرف في ان يطلب افلاس المصدر إفلاسا ملزما [١].

- نظرية الضم الموضوعي: Substantive Consoliation Doctrine

قد يرتبط البنك البادئ للتوريق بالمصدر إرتباط الشركة القابضة بفرعها سواء بتملك اسهمها الحائزة لحقوق التصويت أو بهيمنته على إدارته، أو بسبب إرتباط الثاني بالاول بدرجة كبيرة بسبب التشابك المحاسبي لمالية البنك بمنشأة المصدر، أو لان الهدف من تأسيس المصدر كان هو انجاز اعمال وانشطة تتطلع إليها البنك ... الخ.

في هذا الشأن يتبنى قطاع عريض من المحاكم الاميريكية نظرية يطلق عليها " نظرية الضم الموضوعي " وتقضى في حالة الإرتباط العضوي ما بين شركتين على النحو المشار إليه،

---

(١) راجع في ذلك " شواركز " المرجع السابق ص ٢٤.

بضرورة ضم اصول ومديونيات الشركتين عند افلاس احداهما ولو أدى ذلك لافلاس الشركة الآخرى التي لم تكـــن معرضـــه للإفلاس، وقد طبقت المحاكم هذه النظرية بحذر شديد، وعلـــى اساس فحص كل حالة علـــى حـــده Case – by- Cae Basis وعلى ضوء الوقائع الكاشفة للعلاقة الحقيقية بين الشركتين واثر الضم على دائني كل شركة والاعتبارات التـــي يركـــز عليهـــا القضاء الأمريكي في اتخاذ قرار الضم من عدمه يمكن تلخيصها فيما يلي : (١)

١. درجة صعوبة عزل Segregating وتفريد الأصـــول والمديونيات بشكل مستقل .

٢. وجود أو عدم وجود أو عدم وجود البيانات المالية المراد ضمها بالنسبة للحقوق والمديونيات .

٣. درجة إمتـــزاج Commingling اصـــول الـــشركتين وانشطتهم التجارية .

٤. وجود ضمانات حيوية مقدمة من شركة لقروض الشركة الآخرى .

٥. حدوث نقل للاصول بين الشركتين تقيد بشكليات مقررة .

٦. وحدة مصالح الشركتين .

ونظرا لخطورة تطبيق هذه النظرية على المنـــشآت ذات الأغراض الخاصـــة بـــالتوريق (SPV) لا تميـــل المحـــاكم الاميريكية لتطبيقها في منازعات التوريق المصرفي للديون حتى

---

(١) انظر في القضاء الأمريكي :

Chemical Bank New York Trust V. Co. Kheel , 369 F. 2d 845, 847 (2d Cir 1966) – Manzey Land E'Cattle Co., 17 B.R. 332 , 338 (Banker D.S.D. 1982)

في حالة وجود عدد من الاعتبارات السابقة، وقد تكررت الإشارة في المحاكم الاميريكية إلى ان الضم الموضوعي بمثابة " تدبير انصافي " Equitable Remedy يجب عدم استخدامه للاضرار بحاملي اوراق مالية دون جريمة اقترفوها Holders of Securities فليس هذا هو الهدف من الضم [١].

المطالب الحكومية : Governmental Claims

تأثرا بنظرية الضم الموضوعي فقد ظهر ميل تشريعي لإمتداد المطالبات المالية الحكومية للشركات المرتبطة ضرائبيا أو محاسبيا في إطار مجموعة، فما يسري على الشركة القابضة من مطالبات مالية يسري على الفروع وهو ما يعني تهديد أنشطة الـ SPV لو توافرت مطالبة حكومية قانونية ضد البنك البادئ للتوريق في حالة وجود ارتباط ضرائبي أو محاسبي بينهما، على سبيل المثال تقضى المادة ١/١٥٠٢/٦ من قواعد الضرائب العامة Treasury Regulations المقررة في التقنين الأمريكي للدخل القومي U.S Internal Revenue Code (IRC) بمسؤولية الشركة القابضة وكل فرع من فروع هذه الشركة " بشكل إنفرادي " Severally ضرائبيا عن العوائد التي جنتها المجموعة في ذات السنة المالية التي كانوا فيها مرتبطين كمجموعة شركات إلا لو اثبت أي فرع انفصاله عن المجموعة بغير قصد التنصل من دفع الضرائب للدولة .

وفي نفس الإطار السابق تتخذ المطالبات الحكومية كثيرا شكل مطالبات المعاش Pension Claims، فبعض المطالبات

---

(١) انظر : Re Sinder Bros. , Ins., 18 B. R. 230

الحكومية المرتبطة بخطط الإستفادة من المعاش يمكن ان تتقرر بمقتضى قانون الدخل القومي الأمريكي وقانون ضمان دخـــول معاشـــات المـــوظفين Employee Retirement Incoms Security Act (ERISA) والصادر عام ١٩٧٤ في مواجهـــة أي مجموعة شركات تجارية تديريها شركة قابضة وهو ما يمكن إنطباقه – في كثير من الاحيان – علـــى منـــشآت ال، SPV's كفروع للبنوك البادئه لأنشطة التوريق [١]، وامتداد لذات القواعد السابقة، سيعد البنك البادئ للتوريق كـــشركة قابـــضة راعيـــة للمجموعة Sponsor، وكل منشأت الـــ SPV's الفروع للبنك الأول مسؤولين أمام مؤسسة ضمان إعانة المعـــاش Pension Benefit Guranty Corporation (PBGC)، وهي الوكالة المسؤولة عن تطبيق قواعد وخطط الــــ ERISA – عـــن أي خسائر تحدث للبرنامج المحدد مـــن قبلهـــا لإعانـــة المعـــاش Defined Benefit Pension Plan، وللمؤســـسة الـــسابقة الحجز على ممتلكات الـــ SPV's الفروع في حدود ٣٠% من صافي مدخولات هذه المجموعة مكتملة وذلك بناء على حقها في التعويض عن الخسائر المشار إليهـــا[٢] وقـــد فطـــن المـــشرع الأمريكي لخطورة مثل هذه المطالبات على المـــستثمرين فـــي صفقات التوريق فقرر في قانون الدخل القومي[٣] وفي قـــانون ERISA[٤] – امكانية ايجاد أولوية لمطالبـــات حملـــة الأوراق

---

[١] راجع في ذلك المادة ٤١٤ (B) من تقنين الـــ (IRC) والمادة ٤٠٠١ (b) من قانون ERISA

[٢] راجع المادة ٤٠٦٢ (a & B) والمادة ٤٠٦٨ (a & c) من قانون ERISA

[٣] راجع المادة ٤١٢ (C) (١١) و ٤١٢ (N)

[٤] راجع المادة ٣٠٢ (F)

المالية للـــ SPV على المطالبات الحكومية وذلك مـــن خـــلال ارتهان الـــ SPV لسندات مديونيتها حيازيا SPV's Pledging حيث يحوز هذا الرهن الحيازي أولوية على مطالبات الحكومة .

(ثالثا) : ضرورة إبرام بيع حقيقي للاصول Creating a True Sale of the Receivables

تدق التفرقة بين البيع الحقيقي لسندات المديونية من البنك البادئ للتوريق للمصدر كوسيلة لإبعاد الأخيـــر عـــن مخـــاطر الافلاس وبين اعتبار صفقة انتقال الأصول بمثابة صفقة إقراض من المصدر للبنك وقد اهتم الفقه والقضاء بطرح المعايير الدالة على اعتبار الاتفاق على نقل الأصول بيعا حقيقيا من عدمه .

١. البيع الحقيقي والقرض المضمون :

من المفاهيم الأساسية في صفقات التوريق ضرورة عزل خطري الاعسار والإفـــلاس" Insolvency Bankruptcy& Remoteness "اللذان يمكن ان يحيقا بالبنك البادئ للتوريـــق عن المصدر .

بالنسبة لخطر الاعسار فإنه يجب الحذر لـــضمان عـــدم امتداد الاعسار للمصدر وعدم تعرضه للمسؤوليات من جانـــب الغير خارج إطار صفقة التوريق، بناء على ذلك يحظر عـــادة على الـــ SPV's ممارسة أي أنشطة غير تلك المرتبطة بشكل وثيق بالصفقة ويراعى دائما ضمان عدم المساس بالتدفق النقدي لها بسبب مشاكل عارضة .

مثلا: المصاريف المبتدأه The Start – Up Costs في الصفقة ستمول عادة بقرض ثانوي Subordinated loan من

البنك البادئ للتوريق للمصدر على ان يوافى الأخير البنك بمبلغ القرض بعد استيفاء المستثمرين لحقوقهم، ويجب في هذا الشأن ان يكون تعامل المصدر مع الغير في أضيق الحدود وينظم بحيث يكون حصول هذا الغير على حقوقه في مواعيد محددة تحول دون إندفاعه نحو رفع دعاوى قضائية على المصدر نتيجة إعساره، كذلك فإن خطر إعساره البنك البادئ للتوريق يمثل خطورة اكبر على الصفقة حيث يتعرض للحل Dissolution وهو ما يعني ضرورة توقع انكار مصفى البنك المنحل لبعض أو كل الالتزامات التي يدين بها للمصدر[١]، جميع أمواله الحالة وجميع الأموال التي تؤول إليه ملكيتها وهو في حالة الافلاس[٢]. وهو ما يعبر عنه أحيانا باصطلاح " الموت التجاري "[٣].

هذه الحالة المتردية للتاجر الفرد يتضاعف اثرها بشكل خطير بالنسبة للجهاز المصرفي خصوصا في إطار أنشطة التوريق، كما سبق الإشارة لذلك خصوصا مع توجه العرف المصرفي في هذه الصفقات على استمرار البنك البادئ للتوريق في إدارة الأصول محل التوريق، ترتيبا على ذلك فإن العزل ما بين مصيري البنك البادئ للتوريق والمصدر لن يكتمل دون التأكد من ان ملكية سندات المديونية قد انتقلت فعليا للذمة المالية للمصدر، وهو ما يشار إليه – عادة – في الفقه الأنجلو اميريكي

---

(١) راجع : بورروز وسيدلي ولوستن، المرجع السابق، ص ٢٠، ٢١.

(2) راجع في ذلك : المادة ٢١٦ تجاري مصري، والمادة ٤٤٣ تجاري فرنسي والمادة ٣٦٢ من قانون الإفلاس الأمريكي

(3) انظر في استخدام هذا التعبير La Mort Commercial في الفقه الفرنسي :
R.Rodiere , Droit Commercial 8e ed., Par: B. Oppetit, D., Paris 1978, P 277, 278

بعبارة النقل الذي يشكل بيعا حقيقيا Transfer Constituting وذلك بصرف النظر عن القالب القانوني الذي تـم بـه النقـل (الحوالة أو التجديد أو المشاركة الفرعية) والبيع المقصود هنـا من الناحية القانونية إذن هو البيع الذي يترتب عليه انتقال محل أو موضوع البيع من ذمة شخص لذمة شخص آخـر بـصرف النظر عن التسميات المختلفة في النظم القانونية، علـى سـبيل المثال يعالج النظام القانوني الأمريكي ما يعرف ببيع المحاسـبة Accointing Sale ويتم بين الشركات وبخاصة المؤسـسات المالية والبنوك وفقا لمبادئ المحاسبة الاميريكية المقبولة بشكل عام Generally Accepted Accounting (GAAP) U.S Principles. وهذه البيوع المحاسبية لا تنتقـل فيهـا سـندات المديونية محل البيع من مالكها لمشتريها، وهـو مـا لا حظـه مجلس البورصة الأمريكي (SEC) Securities Exchange Commission (الذي يضطلع بتنظيم ومراقبة التعاملات فـي الأوراق المالية على امتداد القارة الاميريكية) واحـاط القـسم المكلف بمهام المراقبة للاصدارات الجديدة بـالمجلس (EITF) Emerging Issues Task Force بضرورة ان يؤخـذ فـي الاعتبار عددا من الشروط اللازمة لاعتبار صفقة بيع سـندات المديونية للـ SPV يملكهـا شـخص مـستقل مـن الغيـر Independent Third Party استثمر راس مال ضخم بـشكل معظم راس مال الـ SPV[1].

---

(1) انظر في ذلك : E I T F Issue No 84 – 30 , 23 February 1989

خطورة عدم الوضوح بخصوص طبيعة البيع في عقـــود بيع سندات المديونية ما بين البنك البادئ للتوريق والـــــ SPV وهو احتمال إفتراض ان البيع قد تم على اساس محاسبي وليس كبيع حقيقي أي ناقل لملكية هذه السندات، وعندئذ يمكن بالتبعية ان يفترض ان الامر يتعلق بقرض يمنحه المصدر للبنك البادئ للتوريق بضمان السندات المتميزة التي ينقلها الثاني للاول لحين الوفاء بالقرض فنكـــون بـــصدد " قـــرض مـــضمون" Loan Secured قد يزيد من مديونية منشأة المصدر علـــى حـــساب الربحية Low Leverage[1]. ينبني على ذلـــك ضــــرورة ان يكون البيع مقصودا منه تفادي امتداد اثار اجـــراءات الافـــلاس للمصدر أو كما يطلق عليه جانب مـــن الفقـــه يكـــون " بيعـــا لاغراض الافـــلاس " A Sale for Bankruptcy Purposes وهو ما يستشف من عبارات الاتفاق المبرم بين البنـــك البـــادئ للتوريق والمصدر لان عدم وضوح ذلك الهدف من البيع يمكن ان يعتبر معه الاتفاق مجرد إتفاق على تقديم قـــرض أو ســـلفة مالية Advances of Funds مضمونه بسندات المديونية [2].

---

(١) Leverage تعبير مألوف في أسواق المال للتعبير عن اثر استخدام السندات المتميزة المملوكة للشركة والاسهم الممتازة لتمويل القروض بشكل اكبر من استخدام اسهم راس المال المملوكة للشركة لذات الغرض، ومن خلال زيادة هذا الاستخدام High Leverage يمكن لأصحاب اسهم راس المال او الاسهم العادية الاستفادة من معدل الربحية العائدة من استخدام هذه الاسهم والسندات المتميزة في الإقراض لكن ذلك يفضي للاضرار بالمركز المالي للشركة وانكماش حجم تعاملاتها التجارية حينما تكون المصروفات الثابتة Fixed Charges لعمليات القروض تتجاوز حجم الارباح المحصلة من هذه العمليات . راجع في ذلك : رويتر، السابق ص ١٠٤.

(2) Steven L. Schwarz, The Impact of Fraudulent Conveyance Law on Future Advances Supported by Upstream Guranties & Security Interests, 9 Cardozo L. Rev. 729 (1987)

من جهة أخرى لا يجب إستخدام أطراف الصفقة لعبارات أو مفردات معززة لاعتبار الصفقة مجرد محاولة مـــن البنـــك البادئ للتوريق لزيادة تفاقم حالته المالية وذلك مـــثلا بوصـــف السندات المنقولـــه بأنهـــا " ســـندات ممتـــازة " Preference Receivables أو ان نقل هذه السندات للمصدر كان نقلا بقيمة بخسة Transfer at under value والا اعتبر ذلك تـــصرفا غير نافذ في مواجهة كتلة الدائنين بأثر رجعي حتى لو وقع في فترة سابقة على حكم شهر الافـــلاس وذلـــك فـــي القـــوانين : المصري والفرنسي والاسباني[١]. بأثر رجعي حتى لو وقع في فترة سابقة على حكم شهر الافـــلاس وذلـــك فـــي القـــوانين : المصري والفرنسي والاسباني[٢].

في القانون الأمريكي فإن للمصدر حق انتفاع مـــضمون Security Interest لاحـــق ملكيـــة Ownership Interest على السندات، وبناء على ذلك يترتب على إفلاس البنك البـــادئ للتوريق وفقا للمادة ٣٦٥ [٣] من قانون الافلاس وقـــف جميـــع دعاوى الدائنين لفك الارتهان Foreclose أو الحـــصول علـــى ممتلكات البنك البادئ للتوريق.

---

(١) راجع في ذلك :

٢٢٧ الى ٢٣١ تجاري مصري، والمواد من ٤١ الى ٤٥ من المرسوم الفرنسي بالقانون الصادر عام ١٩٥٥ بتعديل احكام المواد من ٤٤٧ الى ٤٥١ من قانون الإفلاس الصادر عام ١٨٣٨.

وراجع ذات النهج في القانون الاسباني، بورروز وسيدلي واوستن، المرجع السابق، ص ٢١.

(2) عنوان المادة ٣٦٢ هو " التوقف التلقائي" Automatic Stay . وقد جاءت صياغة المادة المشار اليها في التقنين الأمريكي على النحو التالي :

" .... Operates as a stay , applicable to all entities of the commencement or continuation, including the issuance or employment of process , of a judicial , administrative, or other action of proceeding against the debtor.

بناء على ذلك، لو كيفت المحكمة نقل السندات من البادئ للتوريق للمصدر على أنه " قرض مضمون " أكثر منه " فلن يستطيع المصدر الوفاء للمستثمرين من عوائد السندات لحين إنتهاء توقف الدعاوي[١].

علاوة على ذلك فإنه للمحكمة بمقتضى المادة ٢٦٣ (افلاس اميريكي) أن تأمر – بعد إعلان الدائنين ومنحهم مهلة لحضور الجلسة Working Capital [٢] لو قدم هو أو أمين التفليسة " حماية كافية " Adequate Protection لمصالح المصدر .

واخيرا يمكن للمحكمة وفقا للمادة ٣٦٤ ان تسمح للبنك البادئ للتوريق – لو لم يكن لديه ائتمان مناسب وكان قد تمكن من منح حماية كافية للـ SPV – بزيادة التدفق النقدي لديه عن طريق منح مقرضين جدد حجزا متساويا Pari Passu أو له أولوية على حجز الـSPV أو لم يكن للحجز المتساوي القدرة على جذب تمويل جديد [٣].

٢. المعايير المطروحة لاعتبار نقل الأصول بيعا حقيقيا :

---

[١] انظر في شان شروط قرار رفع ايقاف الدعاوى والاجراءات القانونية، المادة ٣٦٢ (a) افلاس اميريكي .

وراجع في القضاء الامريكي :

Heik kila V. Carver, 828 F. 2d 463 17 C.B.C. 2d 771 (8 the Cir 1987) – Alberto V. Maryland Nat I Bank , 823 F. 2d 712 C.B.C 2d 104 (3 d Cir. 1987) – United Savs. Ass'n of Tex. V. Timbers of Inwood Forest Assocs., Ltd, - U.S- 108 S . ct. 626, 17 C. B. C. 2d, 1368 (1988)

[٢] هو الفائض من راس المال بعد طرح الخصوم المتداولة من الاصول المتداولة والذي يمد الشركة بموارد صافية Net Resources تمكنها من تحويل عملياتها وانشطتها يوم بيوم، راجع ذلك في رويتر، المرجع السابق، ص ١١٩

[٣] راجع في القضاء الامريكي :

Unsecured Creditors' Comm. V. First Nat' l Bank & Trust Co. Of Escanaba 834 F. 2d 1402, 17 C.B.C 2d 1402 (6th Cir. 1987).

زاد الاهتمام الفقهي والقضائي بفحص طبيعة نقل الأصول من البنك البادئ للتوريق للمصدر، وما اذا كان يشكل هذا النقل بيعا حقيقيا – أي لاغراض الافلاس – وبالتالي ناقلا لملكية الأصول للمصدر ام مجرد قرض مضمون بالاصول وغير ناقل بطبيعة الحال للملكية .

وقد انعكس ذلك الاهتمام في صورة طرح معايير شتى وغير متجانسة لكنها تتفق جميعا في إطار عام يركز على ما اذا كان البنك البادئ للتوريق قد شارك بحق في مخاطر إقتصادية مستقبلية " Future Economic Risks وفي الإستفادة بملكية السندات التي يدعي بيعها، وما اذا كان المصدر قد شارك في هذه المخاطرة وتلك الفوائد من عدمه، ويمكننا إجمال هذه المعايير فيما يلي :

أولا : مستوى الرجوع : The Level Of Recourse

المقصود بهذا المعيار هو النطاق أو المدى الذي يمكن للمصدر فيه الرجوع على البنك لاستيفاء حقوقه من السندات المنقولة بطبيعة الحال، كلما زاد هذا الرجوع زادت قناعة المحكمة بابتعاد الصفقة عن البيوع الحقيقية الناقلة لملكية الأصول، مع ذلك فإن النص في الاتفاق علي امكان الرجوع على البنك لا يعني بالضرورة ان الصفقة قد إبتعدت عن وصف " البيع الحقيقي" وانما سيدعو ذلك النص في فحص طبيعة هذا

الرجوع وما يرتبه من اثار على أطراف صفقة التوريق[1].

على سبيل المثال : حين ينص الاتفاق على تعهد البادئ للتوريق وضمانه بأن كل السندات المباعة كأصول لا تـــشوبها شائبة وقت بيعها وانه سيقدم تعويضا عن أية أضرار تقع نتيجة إنتهاكه لهذا التعهد أو تلك الـــضمانة للــــ SPV، فـــإن هـــذه التعهدات والضمانات لا تمثل تعهدات وضمانات بتحصيل الـــ SPV عوائد السندات وقت الإستحقاق وانما وقت نقلهـــا للــــ SPV، وهي تعهدات وضمانات مألوفة وغير متجاوزة للمعقول ولا يختلف عن الضمانات التي يمنحها بـــائع ســـلعة مـــا، ولا يتناقض ذلك – بطبيعة الحال – مع اعتبار الصفقة بيعا حقيقيا

---

(1) انظر : Major's Furmture Mart Inc. V. Castle Credit Corp, 602 F. 2d 538, 544 (3 rd Cir 1979)

ويلاحظ عدم نص القانون الفرنسي رقم ٨٨-١٢٠١ الصادر بتاريخ ٢٣ ديسمبر سنة ١٩٨٨ على إمكان الرجوع على البنك البادئ للتوريق وهو ما ترتب عليه توجيه الاستجواب الوزاري رقم (٩٩٧١٣) في الجمعية الوطنية الفرنسية الذي نتج عنه تفسير عدم النص على ذلك بأنه مجرد سهو، ومن ثم فقد اشارت الحكومة الى إمكان رجوع البنك الوسيط (Fonds Commun de Creances) Le Gestionnaire على البنك البادئ للتوريق كمحيل في حالة وجود عيب قانوني في الاصول المحالة او في ضمانات هذه الاصول .

انظر : Rep. Min . J O Debats A. N 7 Mai 1989, P. 2352

وقد تأكد في هذا الاستجواب الوزاري رقم (٤١٨٧) عدم وجود اي صلة قانونية ما بين البنك الو سيط (SPV) والمدينين بالاصول ولن ارتباط المدينين يكون فقط بالبنك البادئ للتوريق (المحيل) وبالتالي لا يجوز لهم الاحتجاج بأي دفوع محتملة الا في مواجهة هذا البنك وهو ما ينتج عنه النتائج الاتية :

أ. عدم تحمل البنك البادئ للتوريق اي مخاطر الا رجوع المحال اليه Le Gestionnaire في حالة وجود عيب قانوني في الاصول .

ب. يمكن للمدينين ان يحتجوا على المحيل بكل الدفوع التي يملكوها لو لم يكن هناك حوالة للاصول .

ج. البنك الوسيط يتحمل مخاطر اعسار المدينين .

راجع : O. Debas Senat, 13 Juillet 1989, 1090

للاصول لاغراض الافلاس[1]. وقد عرضت مؤسسة (S & P) Standard & Poor للتصنيف عدة صور للرجوع يترك تقدير اثرها على تكييف الصفقة بكاملها للمحكمة وذلك كالآتي [2] :

١. استبدال البنك البادئ للتوريق للسندات المتأخرة في الوفاء بسندات أخرى مضمونة الوفاء.

٢. دفع البنك البادئ للتوريق قيمة الإئتمان الذي قدمه شخص من الغير .

٣. إحتفاظ البنك البادئ للتوريق بسندات مديونية تابعة Subordinated Notes لسندات المديونية المنقولة للمصدر .

ثانيا : حق البنك البادئ للتوريق في الاسترداد Redemption of Transferred Receivables:

المادة ٩/٥٦ من التقنين الامريكي التجاري الموحد UCC تسمح للمدين الراهن The Mortgagor في الرهون العقارية باسترداد ممتلكاته المضمونة بمقابل قبل التصرف فيها من الدائن المرتهن The Mortgagee وهو الحكم الذي اخذت به كل تشريعات الولايات الأمريكية في الرهون الرسمية، وتطبيقا لذلك اذا نص في الاتفاق ما بين البنك البادئ للتوريق

---

(١) انظر في هذا المعيار لينتينوا ومازا، السابق ص ٧٥، وراجع ايضا المادة ٣١٤/٢ و ٣١٥ من تقنين التجارة الأمريكي الموحد Uniform Commercial Code (UCC) وهو عبارة عن اقتراح تقنين قدمه معهد القانون الأمريكي American Law Institute لتوحيد تشريعات الولايات المتحدة في الصفقات التجارية في اطار البيوع، والاوراق التجارية والودائع والإستثمارات المصرفية وخطابات الضمان والنقل الضخم للاصول وسندات الشحن والإستثمارات في الاوراق المالية، وقد تبنت كل الولايات الأمريكية هذا الاقتراح ما عدا ولايتي لويزيانا وكولومبيا اللتان ادخلتا في قوانينهم بعض احكام التقنين المشار اليه .
انظر : جيلمر، المرجع السابق، ص ٣٢٨ وراجع كذلك :
UCC Reporting Service – State Correlation Tables , P . 1 et s (1989).

(2) انظر : جوزيف سمولمان، المرجع السابق، ص ١٤٦.

والـــ SPV على ان يقدم الأول رهنـــا رســميا علـــى بعــض ممتلكاته العقارية بضمان الأصول، ونص في إتفـــاق التوريـــق على حق البنك في استرداد جزء من الـــسندات المـــضمونة أو اعادة شرائه للسندات المتأخر سدادها Assets Repurchase of Defaulted فإن ذلك يجعل الاتفاق اقرب لكونـــه قرضـــا مضمونا والعكس [1].

ونرى ان الحق في الاسترداد أو اعادة الــشراء بــدوره يتعين فحصه من واقع صياغته في الاتفاق فاذا كان هذا الحــق مكفولا للبنك البادئ للتوريق دون ان يكون من حق الـــ SPV الرفض كان المقابل المدفوع لممارسة الحق في الاســترداد أو اعادة الشراء اشبه بالتعويض عن الضرر وابعد من ان يكــون ثمنا في صفقة بيع جديدة، وتكون صفقة نقل الأصـــول اقــرب للقرض المضمون .

ويلاحظ ان المشرع الفرنسي في الاعمـــال التحـــضيرية لقانون المنشآت المعنية بالنقل المجمـــع لـــلاوراق الماليـــة أو بالمنشآت المالية المتخصصة في توظيـــف الـــديون المجمعـــة الصادر في ٢٣ ديسمبر سنة ١٩٨٨ قد فطن لذلك الامر وحسمه بشكل متميز حيث قرر ان نقل الأصول للـــSPV لا يـــصح إلا اذا كان إتفاق النقل خاليا من تخويل البنك البادئ للتوريق الحق في استرداد أو اعادة شراء الأصول [2].

---

(1) راجع : سمولمان المرجع السابق نفس رقم الصفحة، فرانك فابوزي " The Handbook " المرجع السابق سنة ١٩٩٥ ص ٤٩١ وما بعدها – فابوزي وموديجيلاني، المرجع السابق ص ٣٩ وما بعدها

(2) انظر : كورتييه، السابق ص ٤ وما بعدها – ندوة مجلة البنوك تحت مسمى " فرنسا في عصر التوريق " مشار اليه .

ثالثا : الحق في الفوائض : **Right to Surplus**

اعتد القضاء والفقه الأنجلو اميريكيين بالاتفاق على منح البنك البادئ للتوريق الحق في أي متحصلات فائضة غير متفق عليها من عوائد السندات المنقولة للـ SPV كمؤشر واضح على اعتبار الاتفاق مجرد " قرض مضمون" وبالعكس فإذا تقرر في الاتفاق حق الـ SPV في الإحتفاظ بكل متحصلات السندات المنقولة لحسابه حتى بعد تحصيل حقوق المستمرين وحرمان البنك البادئ للتوريق من أي حقوق تتعلق بزيادة في قيمة السندات " Appreciation of the Assets " أو بأستخدام الزيادة في حصيلة هذه السندات لحسابه فإن ذلك يجعل الصفقة اقرب ما تكون إلى " البيع الحقيقي"[1].

رابعا: إليه التسعير **Pricing Mechanism**

حصول البنك البادئ للتوريق على أقيام سندات مديونياته قبل تواريخ استحقاقها من خلال توريقها يحمل فيضا من المميزات لهذا البنك – سبق ابرازها في إطار مميزات التوريق – ولن يكون هناك ثمة حافز للـ SPV على قبول شراء هذه السندات اذا كانت ستشتريها بقيمتها الفعلية والامر الاقرب للتوقع – وايضا للممارسة – هو الشراء بسعر محدد ومخفض At a Discount ثابت في كل بيع يتم للسندات لحسابة فإن ذلك يجعل الصفقة أقرب ما تكون "إلى بيع الحقيقي " .

---

(١) انظر في القضاء الاميركي :

In re Nixon Machinery Co., 6 B.R 847 (E.D Tenn. 1990) – Inre Evergreen Valley Resort , Inc. 23 B.R 659 (Banker. D. Maine 1982) – In re Hurricance El Khorn Coal Corporation, 19B. R 609 (W.D. De – 1982)

في المقابل لو أن السعر المقدم من الـ SPV في إطار الاتفاق كان يستند لمؤشر المتذبذب Fluctuating Interest Index كما في عدد من عقود القروض التجارية، فإننا نكون – في الغالب – بصدد " قرض مضمون " لا " بيع حقيقي"[1].

خامسا : نية أطراف صفقة التوريق Parties Intent

المقصود هو ابراز النية الحقيقية لاطراف الاتفاق وهو ما يمكن ان يتضح من صياغة نصوص الاتفاق، ويمكن الإعتماد في هذا الشأن على دفاتر البنك والـSPV وسجلاتهم وكشوف الضرائب الموثوق في انتظامها وصدق بياناتها، كما يحتمل ان تكون هناك إشارة تصف نقل الأصول بأنه مجرد " ضمان لدين " Security Of Debt" أو تصف الصفقة بكاملها بأنها " وسيلة ضمان" Security Device أو بالعكس انها صفقة " بيع حقيقي "[2].

سادسا : الإدارة وتحصيل عوائد السندات Administration & Collection Accounts:

إدارة وتحصيل عوائد السندات مؤشر جاد للاستدلال على الوصف الحقيقي لطبيعة الصفقة، بطبيعة الحال لو كان للـSPV سلطة رقابة متحصلات الحسابات (وهو ما يتضمن ضرورة استحواذها على كل الدفاتر والسجلات والمستندات ذات الصلة بالسندات المنقولة) وكان من صلاحيتها وضع سياسة

---

(1) إعتد القضاء الأمريكي بهذا النهج منذ وقت مبكر من هذا القرن :
Home Bond Co. V.Mc Chesney, 239 U.S 568 (1915) Dorothey V. Commonwealth Commercial Co., 278, 3, 116 N.E 147 (1917)

(2) راجع : جوزيف سمولمان، السابق، ص ١٤٦.

الإئتمان وتحصيل عوائد السندات وتمتعها بحق اشعار المدينين بشرائه للسندات إلى جانب رقابتها لأنشطة أي وكيل إتفق عليه لتحصيل عوائد السندات Collection Agent، فإننا نكون بصدد " بيع حقيقي" عازل لخطر افلاس البادئ للتوريق، ولا يؤثر في ذلك الاستنتاج إستقرار الممارسة في صفقات التوريق على تعيين البنك البادئ للتوريق كوكيل للتحصيل وذلك بالشروط الآتية :[١]

١. ان يكون من الواضح في الاتفاق ان البنك البادئ للتوريق سيقوم بعمله كوكيل عن المصدر وفقا للقواعد المعروفة للوكالة

٢. تحديد اجر البنك البادئ للتوريق الموكل في إدارة الأصول وتحصيل عوائد السندات بقدر يكافئ ما بذله من جهد في هذا الشأن .

٣. تمتع الـ SPV بحق عزل البنك البادئ للتوريق كوكيل للتحصيل أو إدارة الأصول ليحل بنفسه محله أو يعين أي شخص من الغير لاداء هذه الوظيفة .

سابعا : اختلاط المتحصلات بأموال البنك البادئ للتوريق :

كما سبق فإنه غالبا ما يضطلع البنك البادئ للتوريق بإدارة محفظة الأصول، ومن المتوقع في هذه الحالة ان يدفع المدينون للبنك الذي يحصل هذه العوائد، وعندئذ إذا إمتزجت هذه العوائد بأموال البنك بحكم الاتفاق فقد يستخدمها استخداما استثماريا أو ائتمانيا أو للوفاء بديونه ... الخ. في هذه الحالة

---

(١) قرب في ذلك : بورروز وسيدلي ولوستن، المرجع السابق ص ٢٢ – تامار فرانكل "Securitization" المرجع السابق، ج١، ص ٣٧١ وما بعدها – جيسون كرافيت، المرجع السابق، ص ٣٣١، ٣٢٢.

سيقترب الاتفاق من كونه قرضا مضمونا حيث ان الامتزاج Commingling المشار إليه اذا سمح به المصدر سيبدو مناقضا لمفهوم البيع، وتحدث هذه الحالة كثيرا اذا كانت عمليات التحصيل مستمرة ومتواصلة كالتحصيل اليومي مثلا في حين يكون الوفاء للـ SPV شهريا أو كل عدة شهور، والسبيل الامثل لعدم اختلاط المتحصلات بأموال البنك البادئ هو عزل هذه الأموال كوديعة لدى مودع لديه لحين اعادتها للـ SPV في تواريخ الوفاء المتفق عليها [١].

على أي حال فإن الممارسة الحديثة في صفقات التوريق يندر فيها التصريح بأن نقل الأصول يتم في إطار بيوع افلاس حقيقة a True Bankruptcy Sales وانما يتحتم – على ما يبدو – إيجاد توازن يصعب تفاديه بين مصلحتي البنك البادئ للتوريق والـ SPV من جانب فإن الرجوع على البنك مطلوب من زاوية ضمان حق حملة الأوراق المالية بشكل معقول في الحصول على عوائد هذه الأوراق، ومن جانب آخر فإنه سيبدو من غير المجدي اقتصاديا بالنسبة للبنك ان يقبل حصول الـ SPV على كل فوائض عوائد سندات المديونية طالما ان حمل الأوراق المالية للـSPV قد تم الوفاء بحقوقهم .

ترتيبا على ذلك فإن اغلب الظن ان ينظم أطراف إتفاق التوريق الصفقة على اساس الموازنة ما بين الاهمية البالغة لتكييفها كبيع في مفهوم اغراض الافلاس وما بين الطموحات التجارية الآخرى للمستثمرين والبنك البادئ للتوريق، ولتحقيق

---

(١) شواركز Structuring & Legal Issues، المرجع السابق، ص ٢٠.

هذا التوازن تضع الأطراف نصب أعينها القدرة الإئتمانية للبنك، فقد يجد المستثمرون ان اصرارهم على البيع " البيع الحقيقـــي " غير ذي جدوى وذلك اذا كان البنك حاصل على درجة إئتمـــان مرتفعة (Triple A مثلا) من وكالات التصنيف، بعكس الحال اذا كانت أحوال البنك المالية مضطربة أو متوقف تقريبا عـــن العمل In a Workout[١].

(١) شواركز، السابق، ص ٣٠، ٣١

الفصل السادس

توريق الاصول

مصطلح او لفظ التوريق اوالتسنيد في ابسط صوره هوالحصول على الاموال بالاستناد الى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق اصول مالية جديدة..بعبارة اخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الاصلي الى آخرين والذي يتم غالباً من خلال الشركات المالية اوذات الاغراض الخاصة ويأتي ذلك في اطارعملية التطوير التي تطال الصناعة المصرفية واسواق المال على حد سواء ودخول المصارف حقل التمويل المتوسط والطويل الاجل سواء من خلال قروض فردية او مشتركة مع توفيرالتمويل الأجل لقطاعات الاقتصاد والمشروعات الاستثمارية الحيوية وهذا يعتبر من الاساسيات التي يتطلبها القطاع المصرفي من أجل استمراريته ونموه وتمكن المصارف المقرضة اوالممولة من تسييل هذه الديون عند الحاجة وتحرير الرأسمال المستثمرفيها من أجل توظيفه في أعمال وأنشطة اخرى بما يقوي من مسيرة التوسع والنمو وهذا ينطبق مع عملية ما اصطلح على تسميته بالتوريق اي تحويل الديون اوالموجودات عموماً الى اشكال متنوعة من الاوراق المالية لاسيما السندات منها.

وقد شهدت اسواق التمويل الدولي خلال السنوات التسع الماضية وحتى يومنا هذا نمواً ملحوظاً كماً ونوعاً في الذمم المدينة (او الديون) القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية وغير مالية لاسيما المصارف منها وقد اصبح التوريق وسيلة

اساسية لدى هذه المؤسسات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الاصول غير السائلة الى اصول سائلة، وقد تطورت اسواق التوريق الدولية مع تطورانواع الاصول المورقة لاسيما تلك التي تتصل بقطاع تمويل المستهلك بالاضافة الى تطور انواع المؤسسات المشاركة في الاسواق ولعل عملية التوريق ظهرت جذورها الاولى مع تفجر ازمة المديونية الخارجية العالمية عام ١٩٨٢م في معظم دول العالم الثالث وتداعي دول العالم الى تدارس الحلول الملائمة لمشكلة المديونية هذه والتي كان من أهمها ما جاءت به (خطة برادي) التي اقترحت تحويل الديون الخارجية الى سندات والتي أدت الى قيام المكسيك بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ثلاثون عاماً ضمنتها الخزينة الامريكية عن طريق اصدارسندات بدون فوائد لصالح المكسيك وقام بتمويل هذه العملية البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وذلك مقابل قيام المكسيك بتنفيذ برنامج اصلاح اقتصادي متفق عليه كما ان عملية التوريق وجدت جذورها كذلك في مسايرة التبدل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في اسلوب التمويل الدولي حيث تم التحويل وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي الى صيغة الاوراق الماليةلاسيما السندات منها وهكذا اصبح القرض المصرفي مجرد تمويل جسري مؤقت الى حين تسمح السوق المقترض من تأمين احيتاجاته التمويلية عبرالسندات الدولية وغيرها من اصدارات الاوراق المالية مع العلم بأن عمليات التوريق كانت بداية انطلاقها من الاسواق الامريكية من أجل تمكين المصارف من

التخلص من القروض الاسكانية غير السائلة ثم سرعان ما طالت البطاقات الائتمانية ثم تطورت ظاهرة التوريــق فــي المملكــة المتحدة وعددٍ من الدول الاوروبية الاخــرى كوســيلة حيويــة لمواكبة عملية تحرير وتوحيد اوروبا وايضاً الوفاء بمتطلبــات كفاية رأس المال الدوليــة حيــث عملــت المــصارف علــى تحرير الرساميل المجمدة في اصول غير سائلة.. وفي جمهورية فرنسا عولت الدولة والحكومة على عمليــات التوريــق كــاداة لتمكين المصارف من ادارة موارد ميزانيتها العموميــة بــشكل أفضل وايضاً لدعم التمويل المصرفي لاغراض السكن وتقليــل كلفة الاقراض للمستهلكين وسرعان ما انتشرت عمليات التوريق في اسواق دول اخرى مثل كندا واستراليا ونيوزلندا والسويد..

الفصل السابع
التوريق من وجهة نظر الشريعة الاسلامية

التورق المصرفي المنظم

ينطوي على مآخذ ، ومخالفات ، تختلف باختلاف البنوك ، لا تتفق والعمل الإسلامي ، الذي هو أساس البنوك الإسلامية من جهة رسمية .

قديم : بالنظر إلى أصله ، فإنه يندرج تحت عقود المداينة التي يقصد منها تحصيل النقد ، كما سيأتي بيانه في مبحث تخريجه .

وهو هام : بالنسبة للمستهلكين ، حيث إن كثيراً منهم قد ولجوا من بابه ، وكثيرين لا زالوا وقوفا عند أعتابه ، ينظرون إذنْ الدخول ، أو العدول .

هام : بالنسبة إلى الباحثين ، حيث لا يزال موضوعه مادة للبحث والمناقشة ، إذ لم يتخذ فيه قرار واضح حتى الآن .

وكان من شأنه أن عُرِض ثلاثَ عرضاتٍ خلال عام واحد :

أولاها : مؤتمر جامعة الشارقة ، خلال المدة ٢٤ ــ ٢٦ / ٢/ ١٤٢٣هـ .

وثانيتها : ندوة البركة الثانية والعشرون بمكة المكرمة ، خلال ٨ ــ ٩ / ٤/ ١٤٢٣هـ.

وثالثتهما : ندوة البركة الثالثة والعشرون بمكة المكرمة ، خلال ٦ ــ ٧ / ٩/ ١٤٢٣هـ.

ولم تسفر هذه العرضان عن رأي بشأن حكم هذه المعاملة ، سوى التوصية بمزيد بحث ، ودراسة .

وهذا يبرر أهمية بحثه باعتباره من مشكلات التطبيق في البنوك الإسلامية ، وهو عرض لمشكلة منهجية تسير عليها البنوك الإسلامية ، وهي : " مشكلة التمويل " فلعل هذا البحث المتواضع يسهم في شيء مما طلب فيه.

هذا ، وإن ما تفضل به سعادة أمين المجمع الفقهي من مسائل ضمنًها خطابه ، للاستئناس بها في الكتابة ، قد انساقت عفواً ، فتضمنها البحث في طياته ، وصارت ــ دون تكلف ــ من بين فقراته .

وقد قمت في سبيل إعداد هذا البحث بزيارة ميدانية ، لعدة بنوك ، تمارس هذا العمل ، والتقيت ، واتصلت بشخصيات لها صلة بهذا العمل ، وحصلت على عقود ، ومطويات ، متعلقة بهذا العمل ، واستخلصت من مجموع ذلك مادة هذا البحث دون نشر للعقود ، أو إشارة إلى الجهات ، أو الشخصيات ، محافظة على سرية العمل المصرفي ، الذي حملنيه كل من تعاون معي مشكوراً ، ولم أبح بشيء من ذلك ــ على قلته ــ سوى بعض ما تحتويه المطويات التي تُبَثُّ في كل مكان ، فهي مبثوثة في مداخل البنوك ، وفي غرف مكائن الصرف ، ولم تعد لذلك سرّاً

ومن خلال بحثي الميداني تبين لي أن هذه المعاملة ذات وجهين :

وجه ظاهر : وهو ما يتصل بالسوق الداخلية ، التي أطرافها البنك وعملاؤه المتورقون ، وما يتبع ذلك من عقود وإجراءات يمكن الاطلاع عليها .

ووجه باطن: وهو ما يتصل بالسوق الدولية ، التي أطرافها البنك ، وما يتعامل معه من شركات يبيع عليها ، ويشتري منها ، وما يتبع ذلك من عقود واتفاقات ، ونحو ذلك ، فهذه دونها خَرْطُ القتاد ، بل ما هو أشد منه: " سرية العمل المصرفي " فإلى ثنايا هذا البحث ، المقيد في مبحثين :

المبحث الأول

" للدراسة التصويرية " ، لتصوير المعاملة ، ومن ثم تصورها ، تمهيدا للحكم عليها .

المبحث الثاني

" للدراسة الفقهية " بعد بيان ما تستند عليه من تصور ، وأدلة ، واعتبارات .

عسى الله أن يجعله لوجهه خالصاً ، ولعباده نافعاً وهو المستعان وعليه التكلان .

المبحث الأول
الدراسة التصويرية

مقدمة

مقصود هذا المبحث : بيان ما يتم به تصور المعاملـــة ، تمهيداً للحكم عليها في المبحث الثاني ، وفيه من المـــسائل مـــا يلي:

أولا : في بيان اسمها ، والنظر فيها :

تسمي هذه المعاملة التورق المصرفي ، وتسمي التورق المنظم أيضا ، وهذه التسمية قد أطلقها الباحثون ممـــن بحثـــوا التورق المنظم .

أما البنوك ـــ مصدر هذه المعاملة ـــ فتطلق عليها أسماء خاصة بها ، تختلف باختلاف البنوك ، فالبنك الأهلي يطلق عليها اسم " تيسير " وبنك الجزيرة يطلق عليها اسم " دينار " ـــ والبنك السعودي الأمريكي يطلق عليها اسم " تورق الخير " ، والبنـــك السعودي البريطاني يطلق عليها اسم " مال " ، والبنك العربـــي الوطني يطلق عليها اسم " التورق المبارك " .

قلت : ويمكن أن يطلق اسم " التورق المصرفي المنظم " على هذه الأسماء كلها ، لما له في حقيقتها من نصيب .

أما التورق ، فلما فيها من معنى التورق .

وأما المصرفي ، فلانتساب هذه المعاملة إلى المصارف .

وأما المنظم ، فلما تقوم عليه هذه المعاملة من تنظيم بين أطراف عدة كان من شأن هذا التنظيم أن تتم من خلاله صناعة

التمويل " الإقراض " ، وكان من شأنه أن كان عنصر إشكال فيه عند كثير من الباحثين .

ثانيا : في بيان تاريخه :

التورق المصرفي – وإن بدأ معاملة جديدة – إلا أنه امتداد ، وتطور للمرابحة سلباً ، وكانت الريادة فيه للبنك الأهلي الإسلامي ، ثم تلتها البنوك ومعظمها فروع ونوافذ إسلامية ، لبنوك تجارية .

فانطلق التورق المصرفي في البنك السعودي البريطاني في أكتوبر ٢٠٠٠م

وفي بنك الجزيرة في آخر عام ٢٠٠٢م .

وفي البنك السعودي الأمريكي في آخر عام ٢٠٠٢م أيضا .

ثالثا : في بيان الغاية منه :

والغاية منه هي تحصيل السيولة النقدية لدى الأفراد ، والشركات ، وقد نصت كثيرا من البنوك على هذا ، وضمنته ما يتصل بهذه المعاملة من نماذج ، ومطويات ، ومنها :

• (تحقق لك هذه الصيغة الرائدة إمكانية الحصول على سيولة نقدية بسرعة فائقة ، لتقضي بها حاجاتك المعيشية ، بالطريقة التي تفضلها) . " تيسير "

• (أحصل في حسابك على السيولة النقدية التي تحتاجها ، وأنعم براحة البال مع تمويل التورق المبارك) .

• (" آمال " ... يمكنك من الحصول على السيولة النقدية ، لتلبية احتياجاتك ، مهما كانت) .

رابعا : في بيان أقسامه :

التورق المنظم ينقسم قسمين :

الأول : لتمويل الأفراد .

الثاني : لتمويل الشركات ومنه تعلم أن البنوك تموّل الأفراد والشركات من خلال هذه المعاملة .

خامسا : في بيان وصفه ، وإجراءاته :

في برنامج التورق المصرفي المنظم يقوم البنك بشراء كمية من المعادن ، من السوق الدولية وقد يقيم البنك وسيطاً يقوم مقامه في الشراء ، وتبقى السلعة في المخازن الدولية ، وتحرر الشركة " البائعة " للبنك " المشتري " شهادة تخزين تفيد مواصفات السلعة ، وكميتها ، ومكان تخزينها ، ورقم صنفها ، وامتلاك البنك لها .

ثم يقوم البنك بعد امتلاكها ببيعها على سبيل التجزئة عن طريق برنامج التورق المصرفي ، سالكاً في البيع ما يلي من إجراءات:

إجراءات البيع :

١. " طلب الشراء " يتقدم به العميل إلى البنك من خلال أنموذج يعده البنك سلفا .

٢. اتفاقية يعنون لها بـ " شروط وأحكام البيع بالتقسيط " ، وهي لا تمثل إيجاباً في عقد البيع ، ولا قبولاً فيه ، لكنها تحدد العلاقة بين الطرفين من خلال الاتفاق على ما فيها من شروط ، وأحكام ينبغي أن يخضع لها عقد البيع عند وجوده .

٣. "إشعار عرض البيع " ، وهو يمثل إيجابا من البنك موجهـا إلى المشتري ، يشير فيه إلى السلعة ، وكميتهـا ، وقيمتهـا ، ونحو ذلك .

٤. " إشعار الموافقة على الشراء " وهو يمثـل قبـول العميـل إيجابَ البيع السابق . وقد تنعكس لدى بعض البنـوك فيكـون الإيجاب من العميل ممثلاً بطلب شراء يتضمن السلعة ، وكميتها ، وقيمتها ، ونحو ذلك .

ويكون القبول من البنك بإشعار يتلو ذلك يفيد البنكُ فيـه عميله بالموافقة على إيجابه السابق

٥-إشـعار توكيـل البنـك بـالبيع نيابـة عـن العميـل . وبعض البنوك تختصر الإجراءات فيما يلي :

١. " طلب شراء " من قبل العميل من خلال أنموج قـد أعـده البنك سلفا .

٢. " عقد بيع بالتقسيط " مُوَقَّعٌ من الطـرفين يتـضمن اتفـاق الطرفين على البيع ، وفي الوقـت نفـسه يتـضمن الـشروط والأحكام التي ينبغي أن يخضع لها عقد البيع ، والتي تفردهـا بعض البنوك بأنموذج ، وإجراء مستقَل يسبق العقد ، كما تقدم .

٣. إشعار توكيل البنك بالبيع نيابة عن العميل .

ومما يتصف به التورق المصرفي المـنظم : أن البـائع يتوكل عن المشتري في بيع السلعة التي اشتراها منه ، نيابة عنه ، في السوق الدولية ، وهو ما عليه العمل ، وقد يكون بعـده ، وهذا مختلف باختلاف البنوك ، وغالبها يكون التوكيل فيه قبـل تمام عقد البيع .

وقد يتولى البنك البيع مباشرة في السوق الدولية ، وقد يقيم وسيطا يقوم مقامه ، وهو مختلف باختلاف البنوك أيضا . ومما يتصف به أيضا : " التنظيم " من خلال ما يرتبه البنك من اتفاقات سابقة على عقد البيع مع كل من الشركة البائعة التي تبيع عليه ، والشركة المشترية التي تشتري منه ، وهو اتفاق — كما تقول عنه البنوك — ينظم التعامل المستقبلي مع تلك الشركات من خلال الاتفاق على إجراءات ، وأحكام معينة ، ومن أجل هذا سمي بـ " التورق المنتظم " .

ميزة التورق المنظم : إذن يتميز التورق المنظم بثلاث :

الأولى : أن البنك يشتري السلعة سلفا ، قبل طلب العميل ، على أن بعض البنوك لا تشتري إلا بعد طلب العميل ، وهذا لا يخرجه عن كونه تورقا عندهم لتميزه بالميزتين اللاحقتين .

الثانية : أن البنك يرتب تنظيما مع الشركة البائعة ، والشركة المشترية في السوق الدولية ، وذلك قبل عقد البيع .

الثالثة : أن البنك يقوم ببيع السلعة التي اشتراها منه عميله ، نيابة عنه . وهذه أظهر ما يميز التورق المنظم .

سادسا : في بيان تعريفه :

أولا : في بيان ما سبق أن قيل فيه :

لم أعثر — فيما وقفت عليه — على تعريف للتورق المصرفي خلا تعريف د . سامي السويلم ، حيث عرفه (قيام المصرف ، أو المؤسسة المالية بترتيب عملية التورق للعميل ، بحيث يبيع المصرف سلعة — وهي غالبا معدن من المعادن المتوافرة في الأسواق الدولية — على العميل بثمن آجل ، ثم

يوكِّل العميل المصرف ببيع السلعة نقدا لطرف آخر ، ويسلم المصرف الثمن النقدي للعميل (١) .

ثانيا في بيان رأيي في الموضوع :

وظاهر أن التورق المصرفي المنظم يشتبه بالتورق المعلوم لدي الفقهاء ، ويفترق عنه من جهة ما هو عليه من تنظيم صار وصفا لازما له ، ومؤثرا فيه ، لذا سيأخذ من تعريف التورق بطرف بقدر ما يتفقان فيه ، وسيفترق عنه بقدر ما يفترقان فيه ، فأرى أن يعرف بأنه : (تحصيل النقد بشراء سلعة من البنك ، وتوكيله في بيعها ، وقيد ثمنها في حساب المشتري) .

وبهذا المبحث التصويري أحسب أنه قد تم تصور التورق المصرفي المنظم ، وبه تمهد المقام للحكم على التورق المصرفي المنظم ، في المبحث الآتي :

المبحث الثاني
الدراسة الفقهية

مقدمة :

مقصود هذه الدراسة الحكم علـــى التـــورق المـــصرفي المنظم بعد بيان ما يبنى عليه هذا الحكم من اعتبارات ، وفـــق المطالب الآتية :

المطلب الأول
في بيان تخريجه

أولا : في بيان ما سبق أن قيل فيه :

لم أعثر ــ فيما وقفت عليه ــ من الدراسات السابقة على تخريج للتورق المصرفي المنظم ، حيث إن أنصاره انطلقوا من كونه تورقا ، فأغناهم ذلك عن تخريجه .

وبعضهم يكتفي بذكر الفرق بينه وبين التورق المعلـــوم لدى الفقهاء ، وليس ذلك بتخريج .

أما خصومه : فيكتفون بإيراد ما عليه من إشكالات مـــن شأنها أن تقضي بمنعه ، دون تعرُّض لتخريجه .

وبعضهم يكتفي بذكر الفرق بينه ، وبين التورق المعلوم لدي الفقهاء ، وليس ذلك بتخريج .

ثانيا : في بيان رأيي في الموضوع :

في هذا البحث سأعرض لتخـــريج التـــورق المـــصرفي المنظم فأقول :

١. التورق المصرفي المنظم غايته تحصيل النقد من المشتري " العميل " وهو من هذا الوجه يتفق مع التورق المعلوم عند الفقهاء

٢. التورق المصرفي المنظم يتكون من عقدين منفصلين :
٣. أولهما : تعاقد البنك " البائع " مع العميل " المشتري " ، والفرض أنه عقد بيع صحيح قد استوفي أركانه وشرائطه .
٤. وثانيهما : تعاقد البنك بالنيابة عن العميل " المشتري " مع طرف آخر " مشتر " للسلعة ، غير بائعها الأول ، والفرض أنه عقد بيع صحيح ، قد استوفى أركانه وشرائطه .

وهو من هذا الوجه يتفق مع التورق المعلوم عند الفقهاء . وبهذا يظهر أن حقيقة التورق المصرفي المنظم ، هي حقيقة التورق المعلوم لدى الفقهاء ، كما أن غايتَه غايتُه .

بيان الفرق بين التورق والتورق المصرفي :

قد يعترض على هذا ، فيقال : إن في التورق المصرفي المنظم فروقا ، قد أهملتها في الاعتبار ، وهي :

أ / أن البنك يقوم باتفاقات سابقة على البيع ، مع كل من الجهة التي يشتري منها ، والجهة التي يبيع عليها ، وهو تواطؤ يقرب المعاملة من العينة .

ب / كما أن البنك يكون وكيلا عن العميل " المشتري " في بيع السلعة التي اشتراها منه (ولولا وكالة المصرف بالبيع نقدا لما قبل العميل بالشراء منه بأجل ابتداءً ... ولو انفصلت الوكالة عن البيع الآجل ، لانهار البرنامج ولم يوجد التمويل أصلا) (٢)

قلت : ومحصلة هذين : صناعة القرض من خلال التواطؤ ، ويناقش بما يلي :

النظر في توكّل البنك عن العميل :

أما توكل البنك عن المشتري " العميل " فهو غير مشروط في عقد البيع ، والمشتري فيه بالخيار ، وقد اطلعت على نماذج كثيرة ، من عقود البيع ، ليس فيها شرط توكل البنك عن العميل في البيع .

وحتى لو كان مشروطا ، فماذا فيه ، فإنه شرط لا ينافي مقتضى العقد ، وفيه مصلحة لأحد طرفيه ، وهو يتكرر في كثير من البيوع دون إشكال ، " كمن " يشتري حطبا ، ويشترط تكسيره " .

وليست الوكالة من عقود الإرفاق المحضة ، التي لا يجوز الأجر ، أو الاعتياض عنها ، كي يمنع ضمها إلى عقد معاوضة ، لتهمة اعتبار دخول الاعتياض عنها في مجمل الثمن فإذا لمس المشتري في التوكيل مصلحة له ، فماذا فيه إذا كان قد ملك السلعة ملكا صحيحا ؟ فلم يكن التوكيل حيلة لتحصيل النقد ، إذ كان البيع صورة ، ولا سلعة .

فإن قيل : ولكن البنك يلتزم للعميل ببيع السلعة بسعر التكلفة .
قلت : هذا ليس شرطا بينهما في عقد الوكالة ، وقد اطلعت على عدة عقود ، كلها نصت على أن يكون البيع بالسعر السائد وقت البيع بهذه العبارة " (بالسعر السائد وقت البيع) .
لكن البنك يلتزم بذلك للعميل ، على نحو لا ينزل منزلة الشرط ــ وهو مما يحصل واقعا ، ويجري عليه العميل ــ وذلك بحكم خبرته في السوق ، ولقصر الوقت الفاصل بين الشراء ، والبيع ، فيؤمن معه تقلب الأسعار ، ولو حدث فهو يسير ، فما المانع

منه ؟ فإنه أدخل بالنصح الذي تتطلبه الوكالة ، وفيه مصلحة الموكِّل ، دون ضرر على غيره .

فإن قيل : هذا دال على أن قصد المشتري " العميل " الدراهم .

قلت : وماذا فيه أيضا ، فإن البضاعة إذا كانت ملكه ، كان له أن ينتفع بها في أوجه الانتفاع المباحة ، ومنها : الانتفاع بثمنها ، وعلى الممانع الدليل .

فإن قيل : (قصد الشارع من تشريع عقد البيع هو تلبية حاجات المشتري إلى السلعة ، والبائع إلى الثمن ، فإذا اشترى المتورق سلعة لا حاجة له فيها ، ولا في استعمالها ، ولا في الاتجار بها ، وإنما يقصد الحصول على نقد حال ، على أن يدفع أكثر منه بعد أجل معين فقد ناقض قصده الشارع في تشريع عقد البيع .(٣)

قلت : الشارع الحكيم شرع البيع لتحقيق مصالح الخلق ، ومن ضمنها الانتفاع بالسلع : باستعمالها ، أو الاتجار بها ، أو الانتفاع بثمنها ، كما هو الشأن في التورق ، وما استدل به على إخراج هذا الانتفاع من دليل ، هو : " مناقضة قصد الشارع " لا يظهر للخاصة ، فضلا عن العامة ، وما كان الله ليحرم شيئا ، ويخفي دليله إلا عن خاصة الناس ، فهذه مشقة تتنزه عنها الشريعة .

هذا فضلا عما يعضد التورق ، مما هو به أولى من هذا المنزع ، وهو حديث (بع الجمع بالدراهم ، ثم اشتر بالدراهم جنيباً) . (٤)

حيث وجه الحديث من امتنع عليه تحصيل شيء من طريق ، أن يسلك طريقا آخر مشروعا في تحصيله ، والتورق منه ، وعلى المانع الدليل .

على أن ما ذكر مراعي في باب فضائل المعاملة ، وآدابها ، لكن لا يرقى إلى التحريم .

فإن قيل : قد جاء في المدونة : (ولقد سألت مالكا عن الرجل يبيع السلعة بمئة دينار إلى أجل ، فإذا وجب البيع بينهما ، قال المبتاع للبائع : بعها لي من رجل بنقد ، فإني لا أبصر البيع ؟ قال : لا خير فيه ، ونهى عنه) (٥)

قلت : هذا توسع منه _رحمه الله تعالى_ في سعد الذرائع ، فإنه علَّل نهيه عن التوكل في بيعها ، في سؤال لا حق : أنه ليس له أن يشتريها .

قلت : وفرق بين أن يشتريها ، وبين أن يبيعها بالوكالة على غيره .

ثم أن توكله في بيعها يحقق للمشتري " العميل " مصلحة كانت ستفوت عند عدمه وهي : تقليل الخسارة على المشتري " العميل " وما كان ممنوعا للذريعة أبيح للمصلحة الراجحة .

فإن قيل : ولكن المشتري الأخير كان على مواطأة مع البنك من خلال اتفاق سابق على عقد البيع ، مضمونه أن يشتري منه ما يعرضه عليه من سلع دولية ، بسعر التكلفة .

النظر في الاتفاقات السابقة على عقد البيع :

قلت : عدنا إلى إشكال الاتفاق السابق على البيع ، مع كل من الشركة البائعة ، والمشترية ، وماذا فيه أيضا ، إذا كان هذا الاتفاق لا يمثل عقداً ، ولا إلزام فيه ، لكن تقتضيه طبيعة التجارة الدولية ، أياً كان المعاملة ، وهو من الأحكام التي لا ينكر تغيرها بتغير الزمان ؟

فما يبرمه البنك من اتفاق سابق مع الشركة التي يشتري منها ، والأخرى التي يبيع عليها ، ما دام موضوعه تحديد شـــروط ، وأحكام ، واعتبارات ، ينبغي أن

لها عقد البيع عند وجوده : لا ما نع منه ، ما دام موضوع هذا الاتفاق ، ومحتواه مشروعاً .

فإن قيل : ولكن البنك يلزم بموجب هذا الاتفاق الشركة المشترية بالشراء .

قلت : هذا ممنوع ، وينزل على حكم الوعد الملــزم فــي بيـــع المرابحة للآمر بالشراء (٦)

وهو لا يمنع أن تكون المعاملة تورقا ، لكنه قد يؤدي إلـــى أن يكون البيع فاسدا .فإن قيل أن البيع بهذا التنظـــيم يكـــاد يكـــون صوريا ، فتؤول المسألة إلى العينة .

بيان صور وحكم العينة :

قلت : العينة تتدرج من الجـــواز إلـــى المنـــع فـــي صـــور :

١. فأهونها : أن لا يبيع الرجل إلا بدين ، وذلك عينه كرههـــا أحمد

٢. وأشد منها : أن يشتري الدائن سلعة من تاجر ليبيعها علـــى المستقرض " المدين " ثم يبيعها المدين على التاجر الذي باعهـــا على الدائن أولاً .

٣. وأشد منها : أن يبيع الدائن سعلة على المستقرض " المدين " ثم يبيعها المدين على ثالث ، ليبيعها على البائع الأول " الدائن " ويأخذ منه الثمن ، فيسلمه المستقرض " المدين " وهي : " العينة الثلاثية " ، وقد جئ بالثالث حيلة على العينة .

٤. وأشد من هذه الصور كلها : أن يبيع الدائن سلعة على المستقرض " المدين " بثمن مؤجل ، ثم يشتريها منه بثمن أقل نقدا ، وهي :

العينة الثنائية " .

ولنسمها ذريعة من " الدرجة الأولى " ولهذا يمنعها الفقهاء عدا الشافعية .(٨)

وهذه الصور الثلاث ــ عدا الأولى ــ تلتقي في كونها ذريعة إلى الربا ، والبيع حيلة ، لكن الذريعة تتفاوت قوة وضعفا في هذه الصور ، فأقواها ذريعة الصورة الرابعة ، ثم تليها الصورة الثالثة ، وهي ممنوعة عند المالكية ، والحنابلة ، فلنسمها ذريعة من " الدرجة الثانية " (٩)

ثم تليها الصورة الثانية وهي ممنوعة عند بعض المالكية ، بل أكثرهم ، والإمام ابن تيمية ، ولنسمها ذريعة من "الدرجة الثالثة " (١٠)

تنزيل التورق المصرفي على كل من العينة ، والتورق ، بسحب فروضه

وما نحن فيه يبيع البنك السلعة على شركة ، في السوق الدولية ، على نحو يكتنفه الغموض ، وهو يؤول إلى الفرضيات الآتية :

الأولى : أنها تؤول إلى الشركة التي باعت السلعة أولا على البنك ، وعليه فإن العميل لم يكن قد باع السلعة على من اشتراها منه ، وهو " البنك " لتكون " عينة ثنائية " ، فإن باعها عليه كانت عينة ثنائية .

ولم يكن قد باعها ثالث يعيد بيعها على من اشتراها العميل منه ، وهو" البنك " لتكون "عينة ثلاثية " ، فإن باعها على ثالث يعيدها للأول ، كانت عينة ثلاثية .

لكنه قد باعها على الشركة التي اشتراها البائع " الدائن " منها ، فتكون عينة أخف من الصورتين السابقتين ، قد رخص فيها الحنفية والشافعية والحنابلة وبعض المالكية (١١)، لأن الذريعة فيها إلى الربا ليست بقوة الصورتين السابقتين ، وإن كانت الذريعة فيها إلى الربا قائمة على جهة احتمال الصورية في البيع الناتجة من التواطؤ بين الأطراف الثلاثة :

١-التاجر " مالك السلعة الأول " .

٢. الدائن " الذي يشتريها منه ليبيعها على العميل "

٣. المدين " الذي يشتريها من الدائن ، ثم يعيد بيعها على التاجر بائعها الأول " فتبرم عقود متلاحقة غايتها أن يحصل المستقرض على نقد ، والسلعة لا اعتبار لها ، وقد تكون غير موجودة ، أو غير صالحة ، ونحو ذلك ما هو عليه معلوم .

فتخريجه على أنه تورق مرهون بهذا الاعتبار قوة ، وضعفا ، فحيث يكون ضعيفا وتكون الذريعة في إلى الربا ضعيفة يستقيم تخريجه على التورق والعكس بالعكس .

الثانية : أن تكون شركة مستقلة عن الشركة البائعة أولا ، لكنها متفقة معها على أن تبيع عليها ما تشتريه من سلع قد باعتها ، بل أنها إنما تشتري ، لتبيع على هذه الشركة ، فهي ذريعة أخف من سابقتها ، ولنسمها من "الدرجة الرابعة "

الثالثة : أن تكون شركة مستقلة عن الشركة البائعة أولا ، ولا اتفاق بينهما ، فهذه لا ذريعة فيها ، ولا إشكال ، وتكون المعاملة : " بيع تورق " وبه يظهر أن المعاملة دائرة بين التورق ، والعينة في أخف درجاتها ، وتخرَّج على هذه أو تلك بحسب ظهور مقتضيات التخريج

على أن التورق لدى الفقهاء يُعد نوعا من العينة غير الممنوعة ، ولهذا فإنهم يوردون صورته ضمن مسائل العينة ، عدا الحنابلة ، حيث يخصونه باسم التورق ، وأن كانوا يذكرونه حيث تذكر العينة فإنه آخذ منها بطرف .

وإذ ذاك كذلك فقد ناسب الكلام على كل من العينة ، والتورق بإيجاز ، حسبما يقتضيه المقام :

أما العينة : فقد تقدم بيان صورها ، وحكمها ، إذ اقتضي المقام السابق بيانه ، فيغني عن إيراده هاهنا .

الكلام على التورق :

وأما التورق : فالكلام عليه مقيد بالآتي :

تعريفه : أما تعريفه فمصادر الحنابلة ــ وهي التي شاع فيها هذا المصطلح ــ لم تحفل بتعريفه ، حيث تستغني عنه ببيان صورته ، وتوصيفه ، وإنما حاول تعريفه المعاصرون ، وأمثل تعريف وقفت عليه ما جاء في الموسوعة الفقهية الكويتية هو :

(أن يشتري سلعة نسيئة ، ثم يبيعها نقدا ، لغير البائع ، بأقل مما اشتراها به ليحصل بذلك على النقد) (١٢)

وأرى أن يعرف بأنه : (تحصيل النقد ، بشراء سلعة نسئة ثم بيعها ، من غير من اشتراها منه نقدا).

حكمـــــــــــــــــه :

وأما حكمه : فجمهور الفقهاء على كراهته ، حيث كرهه الحنفية والمالكية ، والحنابلة في رواية (١٣)

وقال بجوازه أبو يوسف ، والشافعية والحنابلة في رواية هـــي المذهب(١٤)

كما نسب تحريمه إلى الحنابلة في رواية ، ونسب اختيارها إلى الإمام ابن تيمية (١٥) .

ومنه يظهر أن الجمهور على القول بكراهته ، لا جوازه كمـــا شاع لدي كثير من المعاصرين .

والمتأمل الأدلة التي سيقت للمنع يظهر له أنها لا تنـــتج ســـوى الكراهة ، ومن نسب إليه التحريم لم يحتج بها على التحـــريم ، لكن المعاصرون استدلوا بها على التحريم ، ومن أظهرها:

١-" لما فيه من بيع المضطر " (١٦) : فإن غالبية من يتعاملون بالتورق تدفعهم الحاجة لذلك .

قلت : وبيع المضطر صحيح على الصحيح من المذهب ، وهو اختيار ابن تيمية(١٧) ، وهم من نسب إليهم الاستدلال به علـــى التحريم .

٢. " أن المقصود ببيع التورق الدراهم وليست السلعة " (١٨)، وهذا قد احتج به الإمام ابن تيمية ، لكن دعوى أنه احتج به على التحريم ، فيه نظر ، فإن الدليل لا ينتج من التحريم ، وعبـــارة الإمام جاءت بلفظ الكراهة ، لا التحريم .

ويجاب عنه : أن السلعة مقصودة بدليل أنه يملكها ملكا صحيحا ، بعقد بيع صحيح ، وهل القصد إلا هذا ؟ أما كونه لا يرغبها ،

فذلك شأن آخر ، وفرق بين عدم القصد ، وعدم الرغبة ، فلو حَمَلَ مكلف سلاحا قاتلا قصدا ، وضرب به معصوما قصدا ، لعُدَّ قاصدا القتل ، ولم يعذره أنه لم يكن راغبا فيه .
بل لو ادعى عدم قصد القتل ما قُبل منه ، وقد قصد أسبابه .
والأحكام إنما تدار على المقاصد ، وما دامت السلعة مقصودة بعقد بيع صحيح ، فماذا في هذا ؟ فإن رغبة الانتفاع بثمنها ، لا عينها ، نوع من الانتفاع المشروع ، فإن قال قائل بمنعه ، فعليه الدليل .
وإن رغبة الانتفاع بثمنها ، لا عينها ، لا يصيرها دراهم بدراهم ، وهو عمدة المانعين ، فإن تحصيل الدراهم ، لا يخلو من ثلاث:
أ / إما أن يكون دراهم بدراهم أكثر منها ، فهذا ربا محرم .
ب / أو أن يكون دراهم بسلعة محللة هي واسطة بين دراهم نقدا ، يقابلها دراهم أكثر منها مؤجلة ، وهذه هي العينة الثانية ، وهي من ذرائع الربا الممنوعة عند الفقهاء عدا الشافعي ، وقد تقدم .
ج/ أو أن يكون دراهم بسلعة مقصودة بعقد بيع صحيح ، فيكون ثمنها نوع انتفاع بها ، وليس من قبيل دراهم بدراهم ، وهذه التورق .

المطلب الثاني

في بيان مزاياه ، ومآخذه

أولا : في بيان مزاياه ، والنظر فيها :

أ / (أن التورق المصرفي بديل شرعي عن عق القرض الربوي) (١٩)

ب / (أن التورق المصرفي أداة من أدوات التمويل القصير الأجل ، التي تحتاج إليها المصارف) (٢٠)

ج / (أن التورق المصرفي يفتح مجالا للمصارف الإسلامية لتمويل بعض المشاريع ذات الخطورة العالية التي لا ترغب المصارف بالدخول فيها) (٢١).

ويجاب عنها : بأن ذلك متحقق من خلال بيع المرابحة ، وهو آمن طريقا من التورق – على ما في تطبيقه من مخالفة – وأنفع للبلاد ، وهو كاف في سد حاجة البنوك ، وهل قامت البنوك إلا على المرابحة ؟ ومذ متى عرفت البنوك التورق المصرفي ؟

د/ أن التورق يمثل (صيغة نافعة ، وقابلة للتطبيق تمكن من توفير تمويل المخزون ، للشركات المنتجة) (٢٢)

ويجاب عنه من وجوه :

أولا : أن ما عليه العمل يفوق حاجة تمويل المخزون ، فإن بعض البنوك تشتري من السلع الدولية ما تجاوز قيمته خمسة ملايين دولار يوميا ، وتبيعها في نفس اليوم ، وبعضها تشتري ما تجاوز قيمته عشرة ملايين دولار يوميا ، وتبيعها في نفس اليوم ، فهو مقصود لتمويل العملاء المتورقين .

الثاني : أن لا تلازم بين المخزون ، والتورق المصرفي فلتموّل البنوك المخزون من خلال شرائها ما ينتج من مخزون ، ولتبعه على الموزعين ، خاصة وقد ثبت لها بالتجربة
ـ من خلال التورق ـ أنها سوق رائجة ، فـإن مـا تـشتريه لعملائها المتورقين تعيد بيعه أسبوعيا ، وبهذا الطريـق يكـون التمويل استثماريا ، وهو أولى من التمويل الاسـتهلاكي الـذي تمارسه من خلال التورق المصرفي .

ثانيا : في بيان مآخذه ، والنظر فيها :

الإشكالات الواردة على التورق المصرفي ، تصنف صنفين :

أ ـ صنف متعلق بالمعاملة مباشرة .

ب ـ صنف متعلق بأمر خارج عنها ، " كالمآلات ، والغايات " ، وهذه الاعتبار بها أدخل بالسياسة الشرعية ،فلنفرد كل صنف على حدة :

الإشكالات المتعلقة بالمعاملة مباشرة ، ومن أظهرها :

الأول : ما متعلقة العقود المتعاقبة في هذه المعاملة ، وفحواه : أن التورق المنظم يقوم على عدة عقود ، مرتبطة ببعضها :

١. فأولها : اتفاق سابق على عقود البيع ، يكون بـين البنـك ، وكل من الشركتين البائعة عليه ، والمشترية منه (٢٣).

٢. وثانيها :عقد بيع (بين البنك والشركة التي تبيعه ، وبالقطع فإن البنك لم يكن ليشتري ، لولا أنـه يقـصد البيـع لعملائـه المتورقين)(٢٤) ٣. وثالثها : عقد بيع (بين البنك ، والمتورق ، ومن المقطوع به أن المتورق لم يدخل ليشتري السلعة لولا أن البنك سيبيع هذه السلعة لحسابه ، لتوفير النقد المطلوب) (٢٥).

٤. ورابعها : عقد وكالة بين البنك ، والمشتري " العميل " (ولولا وكالة المصرف بالبيع نقدا ، لما قبل العميل بالشراء منه بأجل ابتداءً ... ولو انفصلت الوكالة عن البيع الآجل ، لانهار البرنامج ، ولم يوجد التمويل أصلا) (٢٦)

٥. وخامسها : (عقد بيع بين البنك بصفته وكيلا عن المتورق إلى شركة تشتري (٢٧)

المناقشة : لقد تقدمت مناقشة ذلك كله في مبحث التخريج ، باعتباره إشكالا يرد عليه .

اما قوله : (... البنك لم يكن ليشتري لولا أنه يقصد البيع ...) فيجاب عنه :

أ ــ بأن التجار هكذا ، لا يشترون السلع ، لولا أنهم يقصدون بيعها .

ب ــ ثم إن البنك قد ملكها بعقد بيع صحيح ، وهل القصد إلا هذا ؟! وقد تقدم عند الكلام على التورق .

الثاني : ما متعلقه الوكالة ، ومنه :

أ ــ تولي طرفي العقد من جهة (أن المصرف ينوب عن العميل في بيع السلعة للمشتري ، وينوب عن المشتري في تسليم الثمن ، وهذا جمع بين طرفي العقد) (٢٨) .

ويناقش : بأن البنك لا يتولى سوى طرف واحد ، هو طرف البيع ، إذ أنه يبيع السلعة بالنيابة عن المشتري " العميل " .

أما الطرف الآخر " المشتري الثاني " فليس البنك وكيلا عنه ، وكون البنك يأخذ الثمن منه ، ليسلمه للمشتري " العميل " ليس ذلك وكالة عن المشتري الثاني " ــ وهو موضوع اللبس في هذا

الاحتجاج ـ لكنه بحكم وكالته في البيع عن المشتري " العميل " ، إذ تقتضي وكالته هذه استلام الثمن ، وتسليم المثمن .

ب ـ أن البنك " الوكيل " يتصرف في غير مصلحة الأصيل " العميل " ، من جهة أن : (المصرف سيبيع السلعة بثمن أقل بالضرورة من الثمن الذي اشتري به العميل السلعة من المصرف ، وهنا نسأل : هل هذا البيع يمثل ربحا ، أو خسارة للعميل؟

لا ريب أن البيع بثمن أقل من ثمن الشراء ، يمثل خسارة ، وليس ربحا ، أي أن المصرف ينوب عن العميل في البيع بخسارة ، بعد أن يكون المصرف قد باعه بربح ، فهل هذه الوكالة لمصلحة الوكيل ؟) (٢٩)

ويناقش : بأن فرقا بين أن يكون العمل الموكل فيه من مصلحة الموكِّل " الأصيل " وبين أن يكون عمل الوكيل في مصلحة الموكِّل " الأصيل " ، فالأول : ليس مسئولية الوكيل ، لكن الأصيل ، وما دام قد رضيه لنفسه ، وأقام غيره مقامه فيه ، فما الذي يمنعه ؟ ، فإنه لا يشترط في الوكالة كون الموكل فيه من مصلحة الموكِّل " الأصيل " ، وإنما يشترط أن يكون الموكِّل " الأصيل " ه فعله حال الحياة ، فإذا كان كذلك ، فله أن يوكل فيه . أما الثاني " وهو تصرف الوكيل " ، فينبغي أن يكون لصالح الأصيل ن فإن ذلك من النصح المطلوب ديانة ، ويكون بأن يتحرى الوكيل أفضل الأمور ، وأعدلها في تنفيذه الوكالة ـ وإن لم يكن موضوعها في صالح العميل ـ وهذا متحقق في وكالة

البنك عن العميل في البيع ، فإنه يبيع بخسارة أقل مما لو كان البائع هو العميل .

على أن الفعل ، والترك غير منوط بأن يكون خيرا محضا ، أو شرا محضا ، ولو كان كذلك لتعطلت المسالك

الإشكالات المتعلقة بالغايات والمآلات " ومن أظهرها :

١-أيلولة التورق المصرفي إلى الربا ، بناء على قاعدة " المدخلات ، والمخرجات " عند المالكية (٣٠) ، من جهة أن التورق المنظم : (عبارة عن تعامل بين طرفين " العميل ، والمصرف " ونجد السلعة قد دخلت في ملك العميل ، ثم خرجت منه فصار وجودها لغوا ، كما يقول الفقهاء ، ويصبح صافي العملية هو : نقد حاضر ، بنقد مؤجل) (٣١)

قلت : بيان هذه القاعدة : أن المالكية في بيوع الآجال يعتبرون بما يدخل يد البائع ، وما يخرج منها في الآخر ، ويلغون ما بينهما من واسطة ، فإن كان ما يدخل يده ، وما يخرج منها ، لا تجوز المعاوضة فيه ، حكموا بعدم الجواز ، واعتبروا ما بينهما من واسطة حيلة آلت إلى الربا ، مثال ذلك :

العينة الثنائية : وفيها يبيع زيد سلعة من عمرو بثمن آجل ، ثم يشتريها منه بثمن أقل نقدا ، فما دخل يد البائع " زيد " هو الثمن المؤجل ، وما خرج منها هو الثمن الحال ، فكأن المعاوضة نقد بنقد أكثر منه مؤجلا ، فيمنع للربا .

وفي تقديري : أن هذا الاحتجاج لا يستقيم فيما نحن فيه ، فإن ما دخل يد البائع " البنك " هو الثمن المؤجل الذي في ذمة المشتري " العميل " ، وما خرج منها هو السلعة ، أما ثمنها نقدا فلم يخرج

من يد "البنك " ، لكنه خارج من يد المشتري الآخر ، الذي اشترى السلعة من البنك باعتباره وكيلا عن المشتري " العميل " ، وسلم له الثمن لهذا الاعتبار ، والمسألة فيها شيء من القبح ظاهرا .

٢. أيلولته إلى الظلم ، فينبغي منعه (لأن سبب تحريم الربا ، هو الظلم الواقع على المدين ، فإذا وجد الظلم نفسه في معاملة أخرى ، وجب القول بتحريمها (٣٢)

يناقش من وجهين :

الأول : الفرق بين هذه المعاملة ، والربا من جهة : أن الربا كان ظلما ، لأن الزيادة فيه لا يقابلها شيء سوى الأجل ، لأن المالين جنس واحد ، لا فرق بينهما يستحق الزيادة ، والأجل في باب الربويات ممنوعة الزيادة بمقابله ، فكانت الزيادة ظلما ، لا مقابل لها

أما فيما نحن فيه ، فهو أدخل ببيع الأجل ، فالمعاوضة بين الدائن " البنك " ومدينه " العميل " العوضان فيهما " السلعة "و " الثمن المؤجل " ، وكن الثمن مؤجلا يكون أكثر منه حالا أمر جائز (٣٣) ، لكون العوضين ليسا ربويين ، فلم تتمحض الزيادة للأجل ، ولم تكن ظلما ، حيث صار لها ما يقابلها .

الثاني : أن الظلم حكمة ، لا عله ، فلا يدور مع الحكم أبدا ، وجودا وعدما ، ألا ترى الفضل بين نوعين من جنس التمر مثلا يُعدُّ ربا ، وإن كان له ما يقابله من جودة في النوع ، وفرق في الثمن ؟ !

أن العميل لا يقصد السلعة ، وإنما النقود ، فتؤول المعاملة إلـــى دراهم بدراهم ، قد تقدمت مناقشته ، في الكلام في التورق .
قضاؤه على أهداف البنوك الإسلامية ، فتفقد مصداقيتها (٣٤) ، ومنه :
أ ــ محاكاتها للبنوك الربوية ، في تقديم التمويل ،ومنح الائتمان (٣٥)
ب ــ الاكتفاء به عن صيغ الاستثمار الأخرى .(٣٦).وقد تبين لي من خلال مساءلة عدد من البنوك أن نسبة التورق المصرفي تجاوز ٦٠% من أعمال التمويل في البنوك .
ج ــ الالتبـــاس بــين البنــك الربــوي ، والإســلامي (٣٧)
دــ إهدار الجهود المبذولة لتوجيه البنوك الإسلامية إلى تمويــل في صورة استثمار ، عن طريق المشاركة ، والمضاربة والسلم ، ونحوها . (٣٨)
قلت : وهذه تعليلات وجيهة في منع التورق المصرفي ، بل باجتثاث أساسه " سياسة التمويل " كشجرة اجتثت من فــوق الأرض ما لها من قرار " ، فإن سياسة التمويل التي لا تــزال البنوك الإسلامية تنطلق منها ، هي أساس كل خطيئة تقع فيهــا هي :
" تقليد ، ومحاكاة للبنوك الربوية في المنهج " ، والمتعين على البنك الإسلامي ، ما دام قد جاء ليحارب الربا ، أن يــنهج منهج الإسلام : " التجارة "،أما أن ينهج منهج الربا " التمويل " ، ويدعي أنه يحارب الربا ، فغير مستقيم في القيــاس ، وغيــر

مستقيم في الواقع ، إذ أنه سبب كثير مما يؤخذ عليه من إشكالات ، ومخالفات :

أ ــ فمحاذرة التجارة مرجعها سياسة التمويل .

ب ــ ومحاذرة تحويل النقود إلى سلع ومنتجات ــ وإن كانت تستثمر استثمارا قصير الأجل كما هو الشأن في المرابحة ونحوها ــ مرجعها سياسة التمويل .

ج ــ ووقوعها في محاذير من جهة : تملك السلع ، وقبضها ، ونحو ذلك مرجعة سياسة التمويل .

د ــ وطرحها لمنتجات لا تخلو من حيل ن وإشكال ، كالتورق المصرفي المنظم ، والإجارة المنتهية بالتمليك ، ونحوه مرجعه سياسة التمويل .

هـ ــ والاكتفاء بهذه الصيغ التمويلية الاستهلاكية عن صيغ الاستثمار الأخرى ، ذات الفائدة الاجتماعية ، والجدوى الاقتصادية : كالسلم ، والمشاركة ونحوها مرجعه سياسة التمويل .

و ــ وكان من ذلك : الالتباس بين البنك الربوي ، والإسلامي ، وذلك للمشاكلة بينهما في المنهج ، لتبعية البنوك الإسلامية للبنوك الربوية فيه ، وهذا جعل من السهل على البنك الربوي أن يمارس ما يمارس البنك الإسلامي من أعمال تمويلية ، يدعى إسلاميتها ، لكونها لا تخرج بالبنوك الربوية عن سياستها التمويلية .

ز ــ وكان منه لك أن نافست البنوك الربوية البنوك الإسلامية ، من خلال ما أحدثته من نوافذ إسلامية ، تقوم

بأعمال التمويل التي تقوم بها البنوك الإسلامية ، وهي على المنافسة أقدر ،لكونها في التنظيم ، والإدارة أجدر ، وصارت البنوك الربوية تسير في خطين متعاكسين غايتهما كسب الربح ، والعملاء .

ح ـ وكان منه : أن ألف الناس البنوك الربوية من خلال نوافذها الإسلامية ، وزالت الوحشة منها ، فكسبت البنوك الربوية بذلك مكاسب ، وخسرت البنوك الإسلامية بذلك خسائر منها :

ط ـ تنازلت البنوك الإسلامية عن كثير من مبادئها ، وأهدافها ، لتكسب المنافسة ، والذي يتأمل خط سيرها يجده في انحدار .

فأول ما قامت كانت المرابحة للآمر بالشراء قوامها ، وكان روادها ، ونظارها ينظرون إلى المرابحة على أنها حل مؤقت ، حتى يستقيم عودها ويقوى كيانها .

ثم خرج منتج آخر هوّن من شأن المرابحة ، وهو : "الإجارة المنتهية بالتمليك " .

ثم حدثت محدثات منها :

أ ـ التورق المصرفي المنظم .

ب ـ ضمان رأس مال المضاربة .

ج ـ الدعوة إلى اعتبار الحساب الجاري حسابا استثماريا ، بأثر رجعي .

وصارت هذه المحدثات يرقق بعضها بعضا ، وصار من يستحيون من المرابحة بالأمس يجاهرون بما هو شر منها اليوم

قلت : ولعل هذا الانحدار مظهر من مظاهر انحدار الفكر في العالم الإسلامي بفعل العولمة .

هـ تهجير أموال المسلمين (٣٩) : فإن تجارة التورق المصرفي المنظم ، تكون في السوق الدولية ، فتهجَّر بها أموال المسلمين ، ليستفيد منها غير المسلمين ، وكان الأولى أن توظف هذه الأموال في بلادها ، لتدعم اقتصادها ، فهي احق بها ، وذلك من الأمور المعتبرة

المطلب الثالث
في بيان حكمه

أولا : في بيان ما سبق أن قيل في حكمه :

لعلك اطلعت على ما ذكر للتورق المصرفي من سلبيات ، وإيجابيات ، فمن قامت لديه السلبيات ، وطغت على الإيجابيات ، فهو قائل بمنعه ، ومن قامت عنده الإيجابيات ، دون السلبيات ، فهو قائل بجوازه ، وهو ما حصل ، فإن المعاصرين مختلفون في حكمه ، فمنهم من يجيزه ، ومنهم من يمنعه ، بناء على تلك الاعتبارات

ثانيا : في بيان رأيي في الموضوع :

بيان المقدمة :

١-إن الإشكاليات السابقة المتعلقة بالغايات ، والمآلات متجهة بكل حال ، فهي بمجموعها معتبرة فيما سأقرره من رأي ــ وقد تقدمت فلا داعي لإعادتها.

٢. أن الإشكالات السابقة المتعلقة بالمعاملة مباشرة ، والتي أجبت عنها ، وصرفت توجهها في مبحثه ، لا يعني صري لها عدم توجهها مطلقا ، فلذلك أمر مختلف باختلاف البنوك ، والوسطاء ، والشركات ، فلا ينبغي تعميمه، فإن محمول على المعاملة في أفضل وأكمل صورها ، وهو غير مطرد واقعا ، وكل شيء بحسبه ، على أن البنوك لا تكتفي بهذه .

٣. والشأن أن العمل المصرفي ــ بطبعه ــ ينتظم في سلسلة من الإشكالات ، والتجاوزات التي تتضافر ، ويقوي بعضها بعضا ، " والأدوية تهلك من القطرات " .

ومن ذلك :

أ ـ إشكال يتعلق بالقبض من جهة البنك : فإن البنك لا يقبض السلعة إلى قبضا حكميا ، بموجب " شهادة التخزين " التي تعدها البنوك مستندا لها في القبض ، وهي تشمل " رقم الصنف " الذي تعده البنوك تعيينا للسلعة ، وقد جاء بشأن هذا في " أنموذج عقد البيع لدى البنك الأهلي " : (وحيث إن البنك يمتلك هذه السلعة بموجب شهادة التخزين رقم ...)

كما جاء عن موسى آدم : (... وأن كمية المعدن المشتري سيتم تعيينها عن طريق رقم الصنف للمعدن الذي وقع عليه البيع ، وتحديد مكان تواجده .. وفي نظري أن تحديد رقم الصنف للمعدن المشترى ، وتحديد مكان تواجده يمكن اعتبارهما تعيينا للمعدن طالما أن رقم التصنيف يشير إلى كمية محددة من المعدن ، بمواصفات معينة ، موجودة في مكان معين) (٤٠)

والإشكال في هذا هو : أن القبض الحكمي كما يكون طريقا للتيسير ، فإنه يكون طريقا للاحتيال ، والتلاعب ، وهذا ليس ادّعاءا ، لكنه واقع ، ألا تراه سببا للتضخم الذي يعد من عيوب الاقتصاد : فإن تعهدات البنوك من خلال ما تصدره من أوراق تجارية : كالشيك ، والكمبيالة ، ونحوها ، لمّا تواضع الناس على الثقة ، والتعامل بها ، على نحو أغناهم عن قبض النقد ، إذ اعتبروا قبض هذه التعهدات في حكم قبض النقد ، فطِنت البنوك لذلك ، فصارت تصدر أوراقا تجارية ، ليس لها رصيد سوى ثقة الناس بها ، فتضخم به النقد تضخما خبيثا .

وما نحن فيه معاملة تحكمها السوق الدولية ، وتتم برأس مال كبير ، وسرعة فائقة ، فاحتمال التلاعب فيها وارد ، وبخاصة أن التعامل في أصله مع جهات أجنبية تجهل الدين وأحكامه ، بلا لا تدين به ، وقد يكون الطرف الآخر ممن لا يأنف الربا أيضا،وهذا لا يناسبه الاعتبار بالقبض الحكمي ، ألا ترى العلماء يشترطون لمشاركة المسلم للذمي : أن يكون إلى المسلم أمر التجارة (٤١)

ثم ألا تراهم ــ خاصة المالكية ــ يفرقون أهل العينة عن غيرهم في الاعتبار ، ومن ذلك ما جاء في المدونة : (قلت : ولم وسَّع مالك في أن أبيع ما اشتريت من الطعام جزافا قبل أن أقبضه من صاحبه الذي ابتعته منه ، أو من غيره ، قال : لأنه لمّا اشترى الطعام جزافا ، فكأنه إنما اشترى سلعة بعينها ، فلا بأس أن يبيع ذلك قبل القبض ، إلا أن يكون ذلك البيع ، والشراء من قوم من أهل العينة ، فلا يجوز) . (٤٢)

ب ــ إشكال يتعلق في القبض من جهة العميل " المشتري " :

فإن العميل " المشتري " لا يقبض السلعة ، ولو قبضا حكميا ، ومن ثم فإنه يبيع ما لم يقبض ، بل ما لم يُعين .

فإن قيل : عقد البيع الذي بين البنك، والمشتري " العميل " ألا يكون قبضا حكميا ؟

قلت : لا يكون كذلك ، فإنه ليس فيه تحديد لرقم السلعة ، ولا تعيين لها ، وقد اطلعت على عدة عقود، فلم أجد فيها ما

يُعيّن السلعة بالرقم ، وكل ما فيها هو : تحديد النوع ، والكم ، والوصف .

فإن قيل : ولكن ما يبيعه البنك على العميل هو جزء مما يمتلكه البنك ، مما هو محدد برقم الصنف .

قلت : رقم الصنف لا يكون للأجزاء الصغيرة ، ولكن للوحدة الكبيرة ، التي يجزئها البنك ، ويبيعها على العملاء أجزاء ، من غير تعيين ، كالصبرة التي تجزء ، وتباع قفيزا ... قفيزا ، دون تعيين .

فإن قيل : لا داعي للتعيين ، لتماثل أجزاء الوحدة .

قلت :الجواب من وجهين .

الأول : لو كان البيع مقصودا ، والسلعة مقصودة ، لكان التعيين داع ، كما هو الشأن في بيع كثير من المتماثلات ، التي تعين بالرقم ، ولم يكن تماثلها مغنيا عن تعيينها .

الثاني : أن ما نحن فيه من قبيل " المقدَّرات " ، والخلاف في قبضها أضيق من الخلاف في غيرها ، فإن الخلاف في القبض تتسع دائرته فيما عدا المقدّرات ، ثم تضيف في المقدرات من غير المطعومات (٤٣) .

فإن قيل :لا حاجة إلى القبض ، فالعلماء مختلفون في جواز بيع المبيع قبل قبضه ، ونحن نسير مع القول القائل بالجواز .

قلت : الجواب من ثلاثة وجوه :

الأول : أن القول بجواز البيع قبل القبض مرجـــوح ، إذ إن فيه عملا ببعض الأدلة ، دون بعضها ، في حين أن القـــول بمنعه عمل بالأدلة كلها .

الثاني : أن ما نحن فيه من قبيـــل " المقـــدَّرات " وهـــو يضيق الخلاف فيه ، كما تقدم آنفاً .

الثالث : أن هذا بيع ملتبس بالقرض ، مقارف للعينـــة ، فلا يقبل فيه التساهل ، والأولى بمقاصد الشريعة لزوم الحذر فيه ، فهو استبراء للدين ، ألا ترى العلماء يحاذرون معاملة أهـــل الذمة ، وأهل العينة ، كما تقدم .

فإن قيل : ما دام العميل قد وكل البنك في البيـــع ، فـــإن البنك سيقوم بتعيينها ، وقبضها قبل بيعها .

قلت : هذا لا يحصل ، ولو فُرض حصوله جـــدلا فـــإن تفويض البنك فيه بعد من مسائل الفرقان التي تفرق بين البيـــع المقصود حقيقة ،والبيع المقصود صورة ، فيكون المنع أولى .

هذا وإن التساهل في القبض على نحو يظهر منه عـــدم قصد السلعة ، يُصيِّر المعاملة عينية ، تختلف درجاتها باختلاف الفروض السابق ذكرها في مبحث التخريج .

ج ـــ إشكال متعلق بما في العقد بين البنك ، والعميل من تعسف ، منه اشتراط البنك على العميل " إسقاط خيار الرد بالعيب " ، كما يظهر في عقود البيع ، كقولهم :

(ليس للبنك .. علاقة بعد توقيع هذا العقد بالسلعة) .

وقولهم على لسان العميل ، مخاطبا البنك ، فـــي صـــياغة قـــد أعدها البنك

٣/١٥١ ، روضة الطالبين ٣/٥٠٦ ، وما بعدها ، وانظر : الربا في المعاملات المصرفية المعاصرة ، ١/٥١١ .

(لا تتحملون أي التزام ، فيما يتعلق بمواصفاتها ، أو ملاءمتها ، أو نوعيتها ...) هذا الشرط ، وإن كان موضع خلاف بين العلماء في أصله ، وأحواله (٤٤)

إلا أنه جار مجرى التعسف ، وفيه من المجاوزة ما فيه ، وهو مبنى على عدم قصد السلعة ، إذ يرى البنك أنه مموّل ، والفرض أن لا علاقة له بالسلعة ، ولهذا اشترط هذا الشرط .

اشتراط تحميل العميل رسوما إدارية ، تتراوح من ٧٠٠ ــ ٢٠٠٠ ريال ، تختلف باختلاف البنك ، والمعاملة ، زعموا أنها مقابل ما يتكبده البنك من أعباء إدارية ، في سبيل البيع على العميل .

قلت : وهذا نهج غير مستقيم ، وهو تبعية للفكر الرأسمالي ، الوافد ، الذي يصطنع مداخل كثيرة ، للجباية منها . فإن ما يتكبده البنك في سبيل البيع على العميل ، لم يذهب سدى ، ذلك أن البنك يبيع على العميل بربح ، وما يجنيه من ربح يقابل ما يتكبده من أعباء ، ولا يسوغ للبنك أن يأخذ شيئا من العميل ، مما هذا سبيله ، فإنه أكل للمال بالباطل ثم لو سلمنا جدلا بهذا النهج ، فلن تكون مطالبة البنك للعميل بأولى من مطالبة العميل للبنك بمصاريف لقاء تردده ، وتكاليف تنقله ، وتعطيل جزء من وقته ، وعمله في سبيل إبرام عقد البيع مع البنك ، بل ولقاء اختياره لهذا البنك دون غيره من المنافسين ، وهكذا .

ومن عجيب ما يناقض هذا ، وهو الإشكال الآتي :

د ــ أن بعض البنوك التي تأخذ رسما من العميل " المشتري في الداخل " تدفع رسما لمن يشتري منها في الخارج ،إذ تعطيه أجرا بحدود مئة (١٠٠) دولار مقابل قيامه بشراء سلع المتورقين بها ، بسعر التكلفة ، وهو أمر يثير الريبة .

هـ ــ وثمة إشكال آخر هو : توكيل البنك للعميل في " صورة من صور تورق الشركات " بشراء السلعة نيابة عنه ، ثم بيعها على نفسه ، وهذا فيه تولى طرفي العقد ، وهو ممنوع عند الجمهور من الحنفية ، والشافعية والحنابلة في المذهب (٤٥)وهو مشعر بعدم قصد البيع .

٤-أن السلعة التي يشتريها البنك غير حاضرة ، وغير مرئية ، وغير مقبوضة ، إلا حكما ، وهو مظنة الصورية ، والاحتيال ، والمخالفة في البيع .

٥. إن السلعة التي يشتريها العميل من البنك غير حاضرة ، وغير مرئية وغير معينة من وجه ، وغير مقبوضة ، وهو مظنة الصورية ، والاحتيال ، والمخالفة في البيع .

٦. أن المعاملة يكتنفها كثير من الغموض في الجانب المتعلق بالسوق الدولية ، على نحو لا تكتشفه حتى الهيئات الشرعية في البنك ، والسوق الدولية غير مأمونة ، بل وبعض نوافذ البنوك الإسلامية غير مأمونة ، وهو مظنة الصورية ، والاحتيال ، والمخالفة في البيع .

٧. أن التورق المصرفي المنظم يصنف في البنوك ضمن أعمال المداينات " التمويل " وطبيعة هذه تعزف بها عن التجارة ، وما

يلزم لها من امتلاك السلع ، وحيازتها كيف لا ، وكثير من البنوك في مسألة المرابحة للآمر بالشراء ــ وهي من مجموعة التورق ــ لا تشتري السلعة إلا بعد طلب ، ووعد بالشراء من العميل ، ثم إنها تلزم العميل بالشراء بموجب الوعد السابق ، وتُعدُّ نكوله عن الشراء ضررا يحيق بها ، وتستحق عنه التعويض ، ومرجع ذلك كله العزوف عن السلعة ، وهو مظنة الصورية ، والاحتيال ، والمخالفة في البيع ، فكيف إذا كانت البنوك الممارسة : " نوافذ أسلامية في بنوك ربوية " تمارس التورق المصرفي مع عملاء ، كما تمارس الربا مع عملاء ، فالتهمة تقتضيها طبيعة العمل المصرفي الخاضع لسياسة التمويل ، ولو لم يكن الممارس نافذة لبنك ربوي ، فكيف إذا كان نافذة ؟

ومما يتكئ عليه بعض المعاصرين من الاحتجاج بما عليه الشافعي ــ رحمه الله تعالى ــ من عدم اعتبار بالذرائع ، غير متوجه فيما نحن فيه ، فإن محل عدم اعتبار الشافعي حيث لا يظهر قصد ، وليس ذلك مما نحن فيه ،

فإن قيل : الربا أبوابه مشرعة ، فلو كان مقصودا أمكن بلا حيلة .

قلت: هذا بالنسبة للعميل ، أما بالنسبة للبنوك ذات النوافذ الإسلامية ، فهي تسلك هذا الطريق بقصد المنافسة ، وكسب العملاء ، ولو كانت لا تريد الربا ، لما مارسته بشكل ظاهر ، ولما سارت في خطين متعاكسين غايتهما كسب الربح ، والعملاء .

وإذا كانت البنوك التي تمارس التورق المصرفي من خلال نوافذها الإسلامية ، في الوقت الذي تمارس فيه الربا من خلال أصولها ، لا نوافذها ، هي التي تقوم على هذه المعاملة ، فإنها متهمة ، والتهمة في ذلك ظاهرة .

والناس في حياتهم العملية ، ومصالحهم الشخصية ــ بما فيهم من ينكر الاعتبار بالذرائع ، والتهم ــ يسلكون ذلك ، فلا يقبلون ما يكون موضع ريبة ، أو إلى شر ذريعة " أفيجعلون لله ما يكرهون " ؟ !

أن التورق المصرفي المنظم ، غير متعين لسد حاجة التمويل لدى المستهلكين ، ولسد الحاجة إلى استثمار قصير الأجل لدى البنوك ، فإن المرابحة للآمر بالشراء تسد ذلك كله ، وما عرف التورق المصرفي إلا من وقت قريب ، وهي ــ أعني المرابحة على ما فيها من مخالفة في التطبيق ــ آمن من التورق .

فإن قيل إن في التورق المصرفي مزايا ليست في المرابحة ، هي :

أ ــ قلة التكلفة على العميل .

ب ــ سرعة إنجاز المعاملة .

قلت : أما التكلفة فيجاب عنها بأن ما يحصل عليه البنك من ربح في التورق المصرفي ، فإنه مقارب لما يحصل عليه في المرابحة ــ حسب إفادة البنوك ــ وهي نسبة ٦% تقريبا.

بقى الفرق في مسألة ما يخسره العميل عند بيع السلعة في السوق ، حيث تباع بسعر التكلفة في التورق المصرفي ،

والفرق في هذا يسير ، فإن العميل في المرابحة قد يبيع السلعة في السوق بخسارة ١ ــ ٢% ، وهو مبلغ يسير .

أما فرق سرعة الإنجاز فهو يسير أيضا، فإنه يختلف باختلاف البنوك ، والأفراد أو الشركات ، ويتراوح من يوم إلى ثلاثة أيام في مسألة التورق ، والمرابحة تستغرق وقتا في حدود ثلاثة أيام ، فهو فرق يسير أيضا إلا إذا كانت البنوك تنتظر إلى سرعة الاستثمار بالنسبة لها حيث تستثمر من ٥ ــ ١٠مليون ريال يوميا ، في التورق المصرفي ، فذلك شأن آخر ، والنظر فيه من قبيل النظر في الكمِّ لا الكيف ، والنظر في المصلحة الخاصة ، لا العامة .

فإذا اعتبرنا ما في المرابحة من مزايا ، منها :

أ ــ أنها أسلم طريقا ــ على ما في تطبيقها من مخالفة .

ب ــ أنها تتم في السوق الداخلية ، فلا تُهجَّر فيها الأموال ، ويستفيد منها أهل البلد ، ذاب بمقابلها ما يدّعى من مزايا للتورق المصرفي ،وهان ما يدّعى من خسارة يسيرة على العميل في المرابحة .

بيان النتيجة :

وبمجموع هذا كله يتقرر حكم التورق المصرفي المنظم ــ فيا يظهر لي ، والعلم عند الله تعالى ــ وهو المنع .

الخاتمة

أولا : الاستخلاص :

أما الاستخلاص فغايته لمُّ شتات البحث بذكر خلاصته ، وخلاصة هذا البحث الذي موضوعه دراسة التورق كما تجريه المصارف ، هي :

أنه أشتمل على مبحثين :

الأول : " الدراسة التصويرية " وغايتها بيان التورق المصرفي من جهة كونه معاملة مصرفية ، وقد تبين به :

١. أن التورق المصرفي عمل من أعمال "التمويل " ـ الذي هو مظهر من مظاهر تبعية البنوك الإسلامية للفلسفة الرأسمالية الربوية ـ والتي تراعي فيها المصارف :

أ ـ انخفاض المخاطرة .

ب ـ سرعة وسهولة التنفيذ .

ج ـ سرعة العائد " الربح " وهو ما يسمى بالاستثمار قصير الأجل .

٢. أن التورق المصرفي : متاجرة بالدين .

٣. وطريقه : تحصيل السيولة للأفراد ، والمؤسسات من خلال شراء سلع ثم بيعها ، للحصول على ثمنها .

٤. أنه يتم في السوق الدولية ، ويعتمد على القبض الحكمي في مرحلة البيع التي طرفاها البنك ، والبائع الأجنبي ، كما لا يوجد قبض ، ولا تعيين في مرحلة البيع التي طرفاها البنك والمشتري " المتورق " .

٥. أن البنك " البائع " ينوب عن المشتري " العميل " في بيع السلعة في السوق الدولية على طرف آخر غير من اشتريت منه السلعة أولا .

٦. أن مايقوم به البنك من بيع ، وشراء في السوق الدولية قد تقدمه اتفاق يحدد الإجراءات ، والأحكام التي ينبغي أن يخضع لها عقد البيع عند وجوده .

٧. أن ما يقوم به البنك من بيع في السوق الدولية يكتنفه شيء من الغموض ، لكنه لا يخرج عن واحد من الفروض الثلاثة المذكورة في مبحث التخريج .

والثاني : " الدراسة الفقهية " وغايتها بيان حكم هذه المعاملة ، وما يستند إليه الحكم من أدلة ، واعتبارات ، وقد تبين به :

١-أن تخريج التورق المصرفي مختلف باختلاف التطبيق ، والممارسة فإن قصد البيع ، وما يترتب عليه من امتلاك السلعة ، وقبضها ، ونحوه وكان بيعها على غير من اشتراها منه ، أو ثالث قد تواطأ معه ، فالمعاملة تورق صحيح . يتردد حكمه عند الفقهاء بين الجواز بلا كراهة ، والجواز مع الكراهة .

وكل ما ظهر من العميل عزوف عن مقتضيات عقد البيع من امتلاك السلعة ، وقبضها ، ونحوه ، كان ذلك دالا على الحيلة في البيع ، مما يقترب بالمسألة من العينة حسب الفروض المذكورة في مبحث التخريج .

٢-أن التورق المصرفي تكتنفه إشكالات منها : ما يتعلق بالمعاملة مباشرة .

ومنها ما يتعلق بمآلاتها ، وبناء على تقررها ، أو دفعها ، يتقرر الحكم .

ثانيا : الاستنتاج :

أما الاستنتاج فغايته ذكر أهم ما يستنتج من البحث ، ومنه :

١. إن التورق المصرفي في البنوك الإسلامية ، يمثل رجوع القهقرى ، إذ تراجعت من خلاله عن أهدافها ، وسياستها ، التي كانت تنتقد بموجبها المرابحة للآمر بالشراء وتعتبرها حلا مؤقتا حتى يشتد عود البنك الإسلامي .

قلت : وقد بلغ البنك الإسلامي الثلاثين من عمره ، أو جاوزها ، فإذا لم يشتد عوده ، فمتى يشتد ؟ ، وبأي شيء يشتد !؟

٢- أن البنوك توجه أموالا طائلة في التمويل من خلال التورق المصرفي ، فبعضها يخصص له ما يفوق الخمسة ملايين دولار يوميا ، وبعضها يخصص له ما يفوق العشرة ملايين دولار يوميا – فهي المستفيدة من هذه المعاملة – فكيف لو وجهت هذه الأموال الطائلة للاستثمار والتنمية ؟ !

٣. إن مبدأ " التيسير " و " القبض الحكمي " هما خير مطية للتورق المصرفي المنظم ، وغيره مما يناسب فلسفة البنوك الربوية " التمويل " فتحاذر التجارة ، وتحاذر تحويل السيولة إلى سلع ، ومنتجات ، وتتذرع إلى ذلك بهذين المبدأين .

ثالثا : التوصية :

وأما التوصية : فغايتها الوصية بما يراه الباحث بإزاء ما تعلق ببحثه من مشاكل وقضايا ، ومن ذلك :

الوصية الأولى : بشأن التورق المصرفي المنظم .

أوصي بمنع التورق المصرفي المنظم ، لما يلي :

أ ـ لما فيه من مخالفة وتجاوز .

ب ـ لما فيه من متاجرة بالدين ، والاستهلاك وتسويق ، وترويج لهما ، وإغراء بهما من خلال الدعاية .

ج ـ لما فيه من تهجير المال ، لتستفيد منه السوق الدولية ،وتحرم منه السوق الداخلية .

د ـ ولأنه غير متعين لتحقيق أمثل ما يناط به من غاية ، منها :

أن يكون بديلا عن القرض الربوي ، لكل من البنك ، والعميل

أن يكون موردا من موارد البنك ، في الاستثمار قصير الأجل .

فكل ذلك متحقق في المرابحة ، فهي خير منه ـ على ما في تطبيقاتها من مخالفة ينبغي تسديدها .

الوصية الثانية : بشأن التمويل :

أوصي بتوجيه البنوك الإسلامية إلى العدول عن سياسة " التمويل " التي غايتها المتاجرة بالدين ، وهي أساس كل خطيئة تقع فيها ، واستبدالها بما هو خير وهي :

" سياسة الاستثمار " ليستبدل الدين بالاستثمار ، فيحل عقد السلم محل التمويل في مسألة تمويل المزارع ، ويحل عقد الاستصناع محل التمويل في مسألة تمويل المصانع ، كما تحل المشاركة ،

والمضاربة ، ونحوها محل القروض التمويلية ، إن كانت في صورة التورق المصرفي المنظم ، أو في صورة المرابحة للآمر بالشراء .

الوصية الثالثة : بشأن مقاصد الشريعة :

أوصي بتطبيق " مقاصد الشريعة " وما يتفرع عنها بفقه يوافق مقاصد الشريعة ، ويؤمن معه تفويت مقاصد الشريعة ، أو ضرب بعضها ببعض ، ومثال ذلك فيما نحن فيه :

مبدأ " التيسير " ، و" القبض الحكمي " فينبغي تطبيقهما بفقه رشيد على النحو المذكور .

الوصية الرابعة : بشأن التسمية :

إن لم يؤخذ بوصية منع التورق المصرفي المنظم ، فإن أوصي بتغيير اسمه ليكون " التمويل المصرفي المنظم " ، لكيلا يُلبَّس على الناس فيه ، فإن المعاملة لا تنضبط تورقا مطلقا .

هذا والحمد لله أولاً وآخرًا ، ظاهرًا وباطناً ، وصلى الله وسلم على عبده ورسوله نبينا محمد ، وآله ، وصحبه .

الفصل الثامن

تطبيقات على التوريق

التوريق فى الدول العربية

تسهم في تنويـــع مـــصادر التمويـــل وتوســـيع قاعـــدة المستثمرين

خبراء : فرص نمو واسعة أمام نشاط التوريق في أسواق المال العربية أكد خبراء دوليون ومحليون في مجالات التوريق وأسواق المال أن نشاط التوريق في أسواق المال العربية ينتظره العديد من فرص النمو مشيرين إلى أن هذا النشاط ينمو باطراد كبير في الأسواق الناشئة مثل أوروبا الشرقية.

وقال خبير التوريق والخدمات الماليـــة الـــدولي ســـتيفن ستراوس في منتدى سوق المال الذي عقد بالقاهرة مساء أول من أمس إن نشاط توريق الديون من خلال تحويلها إلى أوراق مالية مثل السندات يلقى قبولاً كبيراً في الولايات المتحدة حيـــث بلـــغ حجم العمليات ٦٢٥ مليار دولار مقابل٣١٢ مليـــار دولار فـــي أوروبا في حين أنها لا تكاد تذكر في العالم العربي.

وأوضح ستراوس أن هناك نوعين أساســـيين للتوريـــق الأول هو قيام الجهة أو الشركة منشئة محفظة التوريق بحوالـــة كامل الحقوق - بيع المحفظة - لشركة أخرى مستقلة متخصصة ،وهي شركة التوريق التي تقوم بإصدار السندات أما النوع الثاني فهو قيام الجهة أو الشركة المنشئة للمحفظة بإصـــدار ســـندات التوريق بذاتها.

وأشار إلى أنواع محافظ التوريق والتي تكون بضمان محفظة من الحقوق المالية المتمثلة في القروض سواء للشركات أو الأشخاص أو السيارات أو الاستثمار العقاري كذلك هناك قروض حسابات المدينين عملاء بطاقات الائتمان وحسابات المدنيين في عقود التأجير التمويل.
وحدد ستراوس الشكل القانوني لشركات التوريق في شكل شركة مساهمة يقتصر نشاطها على القيام بإصدار سندات التوريق على أن يكون الحد الأدنى لرأس المال مليوني دولار وتقوم بإصدار سندات توريق مضمونة بمحفظة التوريق بالضمانات المقررة.
وأكد على المزايا الإيجابية جراء تفعيل نشاط التوريق على الاقتصاد بشكل عام وعلى الجهات المعنية بشكل خاص حيث تساعد على توسيع نشاط سوق المال واستحداث أدوات جديد للمستثمرين وتعمل على تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتحويل الاستثمارات الإنتاجية وتقدم أداة مالية جديدة للجهات المصدرة للتوصل إلى أسواق المال بالإضافة لكونها مصادر تمويل للمصارف وجهات الائتمان الأخرى.
وأضاف أنها تعمل على توفير السيولة من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أموال سائلة كذلك تنويع مصادر التمويل وتوسيع قاعدة المستثمرين وتجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط والحصول على أصول جديدة وتعمل على المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.

من جانبه أكد رئيس هيئة سوق المال المصرية عبدالحميد إبراهيم أن الهيئة تسعى لتفعيل نشاط التوريق بعد إضافة باب خاص به في قانون سوق المال بهدف استقطاب المستثمرين والمؤسسات المتوقع أن تستثمر في سندات التوريق.

مشيراً إلى أن الهيئة سعت إلى أن يكون أول إصدارين لسندات التوريق بمثابة نموذج استرشادي بهدف تعريف السوق عملياً بالأداة الجديدة ويبلغ حجم الإصدارين ٧٠٠ مليون جنيه

خبير: عقبات تشريعية تحد من انتعاش عمليات التوريق المصرفي في المنطقة

رغم توجه دول الخليج نحو الإنفاق على مشاريع البنية التحتية تقريباً.

رغم ان التوريق المصرفي، وهو تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، يصنف واحدا من اكبر القطاعات المصرفية في العالم، الا ان ادوات التمويل المهيكل هذه لا تزال شبه غائبة في منطقة الشرق الأوسط الغنية بالسيولة والأصول، وذلك بسبب عقبات تشريعية تحول دون نمو هذا القطاع وفقا لما قاله مصرفيون امس. ووفقا لإبراهيم مردم بيك، المدير التنفيذي للبنك الاستثماري «بي إس سي إس» اللبناني، فإن اكثر التقديرات تفاؤلا تشير الى ان حجم عمليات التمويل في المنطقة وخاصة الخليج لم تتجاوز ١٠ مليارات دولار مقارنة مع ٧ تريليونات دولار في الولايات المتحدة. واعتبر مردم بيك ان نمو هذا القطاع في المنطقة «حتمي» لأنها تتمتع بمستويات سيولة

وأصول عالية جدا، فضلا عن تقديم كثير من البنـــوك الغربيــة لحلول توريق إسلامية. وقال لـــ«الشرق الأوسط» على هامش مؤتمر للتوريق افتتح بدبي امس «ما ينقص هذه الانطلاقة هــو الاطار التشريعي المناسب، فمتى ما تطور هذا الأمر فــسنرى نموا هائلا لهذا لقطاع». وأنهى البنك الذي يديره مــردم بيــك صفقات توريق صغيرة في المنطقة من احدثها عمليـــة بحجـم ٧٠٠ مليون ريال في السعودية العام الماضي. وقال المصرفي «التغيير بدأ في المنطقة وسنتمكن بعد ذلك من عقــد صـــفقات كبيرة لأن الطلب في المنطقة عال جدا». ويتوقع المدير التنفيذي للبنك ان يصل حجم عمليات التوريق في الخليج العام الحالي الى ١,٥ مليار دولار وهو مبلغ اقل بكثير من التوقعـــات المتعلقــة بإصدارات الصكوك الإسلامية التي يتوقع ان تتجاوز ٥ مليارات دولار. والطلب يأتي أساسا من مــشروعات البنيـــة الاساســية وخاصة في منطقة الخليج حيث تشير تقديرات الى ان المنطقــة ستنفق اكثر من ٣٠٠ مليار دولار خلال السنوات القليلة القادمة على الرغم من عائدات النفط المرتفعة. وقال مردم بيك «هــذه المشروعات لا تمول حاليا بالتوريق المصرفي الا انها ستصبح كذلك في المستقبل». وكانت شركة «استثمار» الإماراتية التابعة للمطور العقاري «نخيل» اول شركة في الامارات تقوم باللجوء الى التوريق لتمويل مشروعاتها العقارية في دبي حيث اصدرت العام الماضي سندات عقارية في الأسواق العالميـــة لأول مــرة بقيمة ٣٥٠ مليون دولار في الولايات المتحدة وأوروبا.

مشروعات البنية التحتية وستحتاج بالتالي الى سيولة لتمويلها على

وفيما تفضل كثير من المؤسسات اللجوء الى اصدار صكوك اسلامية او سندات لتمويل احتياجاتها، الا ان افتقار المنطقة الى نقطة مرجعية، وغياب التصنيف من قبل مؤسسات التصنيف العالمية، يحدان من قدرة ادوات شراء الديون هذه على النمو في الاسواق العالمية. ولهذا ينجح مردم بيك من خلال بنكه الاستثماري في بيع عمليات توريق تتم في الولايات المتحدة الى بنوك في المنطقة على شكل منتجات إسلامية، ويقول «نحن نشتري أصولا في قطاع النفط والغاز في أميركا ونبيعها إسلاميا في المنطقة، وهناك إقبال كبير عليها»

السابع للمؤسسات المالية الإسلامية

رساميل تسعى لتعزيز نشاطها في سوق التوريق محليا وخارجيا

سوق الائتمان الإسلامي واعد وكبير

و حجمه في الخليج يتراوح ما بين ٥ إلى ٦ مليارات دينار

أعلنت شركة رساميل للهيكلة المالية عن مشاركتها كراعي فضي في المؤتمر السابع للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه شركة بيت المشورة برعاية سمو رئيس مجلس الوزراء الشيخ ناصر المحمد خلال الفترة من ١٣ إلى ١٤ من شهر يناير المقبل وذلك بمشاركة عدد كبير من المؤسسات المالية وشركات الاستثمار والتمويل الإسلامية والتقليدية

وأوضح نائب رئيس مجلس الإدارة الرئيس التنفيذي عصام الطوارى في بيان صحافي بهذه المناسبة أن رساميل تشارك في

هذا المؤتمر في إطار حرصها على التواصل والتنسيق والتعاون مع المعنيين في صناعة الخدمات المالية الإسلامية والمشاركة المشاورات المتوقعة حول ابرز القضايا المطروحة على الساحة في هذا القطاع الحيوي .

وأشار الطوارى إلى أن الشركة ستقوم خلال المؤتمر بتعريف المشاركين من ممثلي المؤسسات المالية الإسلامية بالخدمات المبتكرة التي تقدمها الشركة في السوقين المحلى والاقليمى ومن أهمها خدمة التوريق التي تشهد نموا واضحا في الإقبال عليها على المستويين الاقليمى والعالمي وذلك من خلال جناحها في المعرض المصاحب للمؤتمر .

وشدد على أن النمو الذي تشهده صناعة الخدمات المالية الإسلامية في العالم يحتاج إلى تطوير وابتكار للأدوات المالية المستخدمة من قبل المؤسسات المعنية في الصناعة مشيرا إلى حرص رساميل على المضي في هذا الاتجاه للمحافظة على وتيرة النمو التي تشهدها الصناعة في الوقت الحالي .

وأضاف الطوارى أن "رساميل " أطلقت عمليات التوريق مؤخرا بعدما شهدت الساحة المحلية تطورات عديدة تؤكد الحاجة لها ومنها النمو الكبير في مؤشرات النشاط المالي الاسلامي والاحتياجات التمويلية المتزايد للشركات والمؤسسات مع توافر العديد من المقومات والبنى التحتية اللازمة لانجازها ونجاحها وأهمها تعزيز نظم الإفصاح والشفافية لدى الشركات العاملة في السوق والتطوير المستمر لآليات ونظم الرقابة من قبل بنك

الكويت المركزي وكذلك تطوير نظم وطرق إعداد الحسابات المالية للشركات .

وأوضح أن مفهوم التوريق أصبح اتجاها عالميا في العديد من الدول بما فيها الدول الغربية التي وجدت فيه مؤسساتها المخرج الوحيد للتوسع في أنشطتها دون الإخلال بقواعد التمويل الموضوعة من قبل المؤسسات الرقابية المحلية .

وأشار إلى أن الشركات المحلية تتجه إلى السوق العالمي للحصول على التمويل بالرغم من توافر السيولة الضخمة لدى العديد من المؤسسات المالية المحلية لأسباب عدة أهمها أن القواعد تمنع على اى مؤسسة تمويلية تقديم تسهيلات ائتمانية لشركة واحدة بما يزيد عن ١٠ % من رأسمالها موضحا أن التوريق يمكن أن يكون مخرجا للعديد من تلك الشركات للحصول على تمويلات من السوق المحلى .

وأكد الطوارى أن رساميل هي الشركة الوحيدة المتخصصة في التوريق طبقا للشريعة الإسلامية في الكويت ومنطقة الشرق الأوسط مشيرا إلى أن صناعة التوريق أصبحت الأكبر في مجال أسواق رأس المال في الدول المتقدمة ، كما أصبحت عنصرا أساسيا في منح المستهلك الفرصة لتملك السكن والسيارات على سبيل المثال ،وهي بالتأكيد "فرصة جيدة للجميع" .

وأكد الطوارى على الفرص الكبيرة في هذا المجال مشيرا إلى أن سوق الائتمان الإسلامي واعد وكبير حيث إن حجمه في الخليج يتراوح ما بين ٥ إلى ٦ مليارات دينار منها حوالي ١,٥

مليار دينار في الكويت وهو ما يعد السوق المفتوح لعمليات التوريق .

وأوضح أن الشركة تسعى إلى اقتناص الفرص المتواجدة في السوق خصوصا وان عدد كبير من الشركات وصلت إلى الحدود القصوى للاقتراض وتسعى لمزيد من التوسعات وتحتاج إلى التمويل ومن خلال خدمة التوريق التي تطرحها رساميل يمكنها التوسع وتوفير التمويل اللازم دون الإخلال بالشروط والقواعد المتبعة .

يذكر أن المؤتمر تحت شعار "تطوير المنتجات المالية الإسلامية مصداقية شرعية وكفاءة اقتصادية" (التحدي – التقويم – المنهج) سبل الإسهام بشكل جدي في إعادة تشكيل إستراتيجية البقاء لدى المؤسسات المالية الإسلامية في السوق المالي محليا وعالميا على أسس أكثر متانة من خلال تقويم المنتجات المالية الإسلامية القائمة واستشراف الفرص والتحديات أمام تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة تتمكن من سد الفجوة على هذا الصعيد بين الفرص المتاحة وقدرة المنتجات الحالية على الوصول إليها كما أن المؤتمر سيصاحبه معرض متخصص وورش عمل .

المبحث الاول
وضع التوريق فى مصر
المطلب الاول
مدى الاهتمام بالتوريق فى مصر

الاجتماعات الخاصة به

محضر إجتماع لجنة التشييد

الأحد الموافق ١١ يناير ٢٠٠٤

عقدت لجنة التشييد إجتماعها في تمام الساعة الواحدة من بعد ظهر يوم الأحد الموافق ١١ يناير ٢٠٠٤ برئاسة السيد الدكتور/ عادل جزارين- نائب رئيس الجمعية وبحضور كلٍ من السيد المهندس/ صلاح حجاب-رئيس لجنة التشييد بالجمعية والسيد المهندس/ أحمد الشريف-عضو المكتب التنفيذي للجنة كما حضر بناءً على دعوة الجمعية السيد الأستاذ/عبد الحميد إبراهيم - رئيس هيئة سوق المال متحدثاً رسمياً في الإجتماع وذلك لمناقشة إستخدام آليات التوريق لتفعيل قانون التمويل العقاري .

وقد بدأ الإجتماع بكلمة ترحيب من الدكتور/ عادل جزارين والمهندس أحمد الشريف بالسيد الأستاذ/ عبد الحميد إبراهيم-رئيس هيئة سوق المال والسادة الحضور مشيراً إلى أهمية تفعيل قانون التمويل العقاري حيث أن قطاع التشييد يمثل حوالي ٤٨% من الاقتصاد المصري وبالتالي فإنه يضم أيدي عاملة كثيرة ونموه سيؤدى بالقطع إلى نمو مجتمع الأعمال المصري .

ثم بدأ الأستاذ / عبد الحميد إبراهيم-رئيس هيئة سوق المال كلمته بأن أعطى نبذة عن تاريخ هيئة سوق المال والدور الذي تقوم به مشيراً إلى أهمية القانون رقم ١٥٩ لسنة ٨١ وهو القانون الذي يحكم الاقتصاد المصري ، ثم أشار سيادته إلى أهمية الأوراق المالية ومعرفة دورها الهام في الاقتصاد ومن أبرزها السندات حيث أنها تحكم سوق التمويل المتوسط وطويل الآجل .

ثم أوضح أنه من أهم أسباب المشاكل التمويلية التي تواجه القطاع الخاص هي إستخدام وسائل التمويل التي لا تتناسب مع الأصول التي يتم تمويلها وبالتالي فالمطلوب هو التناسق بين الأصول الممولة ووسائل التمويل المستخدمة، مشيراً إلى أن قانون التمويل العقاري محفز للاقتصاد المصري باستخدام آلية التوريق كأداة لتفعيله وذلك من خلال كلمة ألقاها في هذا الشأن تلخصت فيما يلي :-

إن مشترى الوحدة العقارية (المستثمر) سواء كان يرغب في الشراء أو البناء أو الترميم أو الإصلاح فإنه يحتاج إلى قرض متوسط أو طويل الآجل (١٥-٣٠ سنة) وهنا لا يستطيع اللجوء إلى البنوك لأن البنوك الموجودة حالياً كلها بنوك تجارية وبالتالي فجميع القروض الممنوحة قصيرة الآجل وهنا على المقترض أن يلجأ إلى شركة التمويل والتي تسدد قيمة العقار نقداً للمالك بعد قيام المثمن العقاري بتحديد السعر المناسب للعين المراد الاستثمار فيها ،وبدلاً من أن يلجأ المقرض إلى تحصيل الكمبيالات الخاصة بالقرض على المدى الطويل

فإنه يذهب إلى شركة التوريق (وهي عبارة عن وسيط مـــالي بالعمولة) والتي تقوم بدورها بجمع الكمبيالات وإصدار سندات بقيمتها ثم تعمل على بيع هذه السندات وتسدد للمقرض أموالـــه نقداً خلال ٥٢ أسبوع على الأكثر مما يجعله يعيد تدوير أمواله بدلاً من ركودها لمدة (١٥-٣٠ سنة)وهنا تظهر قيمة التوريق والتي تؤدي إلى مضاعفة الأموال وإعادة تدويرها مرات عديدة بدلاً من ركودها لفترات طويلة .

وقد أشار سيادته إلى دور الوكيل العقاري والذي ينحصر فـــي إتخاذ إجراءات التنفيذ على العقار في حالة عدم سداد الأقــساط من قبل المقترض ، أما خبير التقييم العقاري فهو المثمن للعـــين المراد الإستثمار فيها ، ويشترط أن يكون حاصل على ترخيص للقيام بهذا العمل ، كما أنه يقوم بعملية البحث عن ممول لشراء الوحدة السكنية ، أما أمين الحفظ فهو القائم على حفـــظ جميـــع الأوراق والمستندات الخاصة بعملية الإقتراض وما لهـــا مـــن ضمانات وخلافه.

كما أشار سيادته إلى أنه يمكن إستخدام آلية التوريق أيضاً فـــي تمويل السلع المعمرة والسيارات ولكن بعد أن نجيد إستخدامه .

ثم تم فتح باب المناقشة والتي أسفرت عن النتائج التاليـــة التـــي أوضحها السيد الأستاذ/ عبد الحميد إبراهيم :-

- إن شركة التوريق ما هي إلا وسيط مالي عليـــه إصـــدار السندات وبيعها وبالتالي فليس عليها ضمان الـسداد مـــن قبـــل المقترض ، وهناك حوالي ١٠٢ شرط لضمان سداد قيمة القرض من قبل المقترض ، ومن أهمها :-

أ . قيمة القسط تخصم من المرتب مباشر ة وتحول إلى البنك ، وهي لا تزيد عن حوالي ٢٥% من دخل محدود الدخل و ٤٠% من مجموع دخل المستثمر من غير ذوي الدخول المنخفضة .

ب . على المقترض أن يسدد ١٠% على الأقل من قيمة القرض حيث أن قيمة القرض لا تزيد عن ٩٠ % وبالتالي فإنه يحرص على السداد حتى لا يفقد أمواله .

جـ . القرض الممنوح لا يزيد عن ١٠% من قيمة رأسمال شركة التوريق لمستثمر واحد أو أقاربه حتى الدرجة الرابعة

د. يتم شرح مخاطر السندات لمشتري السندات

هـ . يجرى حالياً تعديل على قانون سوق الأموال المالية ليضمن فصل يخص شركات التوريق وكيانها واختصاصاتها وينظم التوريق بصفة عامة .

◆ من هو مشترى السندات مع العلم بأن الضمانات غير كافية وكيف يتم الحصول على هذا المشتري ، ومن الذى يتحمل هذا الكم الرهيب من العمولات ؟

وقد تلخصت الإجابة في أن شركات التأمين وغيرها من المؤسسات الحكومية مثل صناديق التأمين والمعاشات في حاجة شديدة لإيجاد هذا النوع من السندات طويلة الآجل تؤدى إلى الإستثمار طويل الآجل كما أن الضمان الأساسى هو الرهن العقاري .

◆ وكيل التثمين (المثمن) هو الذى يحدد سعر العين المراد الإستثمار فيها ، فماذا لو وجد البائع أن السعر غير مناسب له ، أو أقل من السعر الذي يعرضه أم

سيضطر البائع للبيع مجبراً وكانت الإجابة أن المثمن العقارى حاصل على ترخيص ويعمل وفقاً للمعـــايير الدوليـــة لتثمـــين العقارات وقد يكون البائع مبالغ في السعـــــر وبالتالي فـــــإن هـــــذا المثمن سيقلل المغالاة في الأسعار الخاصة بالعقارات .

- إن عملية التطبيق ليس بالبساطة التي يتصورها البعض .
- هل يهدف القانون إلي مساعدة محدود الدخل للحصول علي شقة بسعر فائدة بسيط وكيف يتم ذلك في ظل وجود هذا العـــدد الكبير من الوسطاء وبالتالي الفوائد والعمولات ؟ والإجابة هـــي أن السندات تصدر بسعر الفائدة السائد أما بالنسبة لمحدود الدخل و هو الذي لا يزيد دخله عن ٩٠٠٠ج سنوياً فإنه يتم دعمه من خلال صندوق دعم وضمان التمويل العقاري على أن يتـــراوح سعر الفائدة المطبق عليه ما بين (٥,٠٩-٧%) .
- جاري إعداد وثيقة تأمين جماعية للتأمين علي العقار ضد أية مخاطر .
- إرتفع رأس المال السوقي لسوق المال من ٨ مليار جنيه عام ١٩٩٢ إلى ١٧١ مليار جنيه عام ٢٠٠٣ كما ارتفـــع الـــوزن النسبي لسوق رأس المال من٥% من الناتج المحلي الإجمـــالي عام ١٩٩٢ إلى ٤١% من الناتج المحلي عام ٢٠٠٣ .
- تطبق سوق الأوراق المالية حاليا جميع القواعد الدولية التي تحكم أسواق المال .
- إن المشروع المقدم حالياً من أولويـــات الحكومـــة لإقـــرار القانون الجديد من أجل تنشيط السوق والمـــساهمة فـــي تنميـــة مجتمع الأعمال لا

المطلب الثانى:منح البنك العقاري جائزة أفضل عملية مالية في مصر لعام ٢٠٠٧

في إنجاز مصري غير مسبوق يمثل إضافة هامة للاقتصاد المصري اختارت مؤسسة The Banker العالمية (إحدى مؤسسات مجموعة فاينشال تايمز) البنك العقاري المصري العربي لتمنحه جائزتها السنوية لأفضل عملية مالية تمت في مصر وذلك عن عملية طرح سندات التوريق التي نفذها البنك بمبلغ ٥٠٠ مليون جنيه.وقد تسلم الجائزة محمد الإتربي المدير العام الرئيسي وعضو مجلس الإدارة في احتفال كبير أقيم في البحرين حضره ممثلون لبنوك ومؤسسات مالية من ٨٠ دولة.

الجائزة للريادة والتفوق

وصرح فتحي السباعي رئيس مجلس إدارة البنك العقاري أن الجائزة منحت للبنك لأفضل عملية مالية تمت في مصر وهي تنفيذه بنجاح طرح سندات توريق بمبلغ ٥٠٠ مليون جنيه، مشيراً أن عملية الطرح كانت هي الأولى من نوعها في مصر بنظام التوريق الداخلي حيث تمكن البنك من الاستفادة من قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ الذي سمح بتحويل القرض أو المديونيات إلى أوراق مالية قابلة للتداول ذات عائد متغير أو ثابت على آجال متعددة، وفيما يتعلق بسندات البنك العقاري أشار السباعي أن العملية تمت بنجاح كبير وتمت تغطية الاكتتاب في السندات في فترة زمنية قصير للغاية، بالإضافة إلى تلقي البنك لطلبات شراء تعدت أكثر من قيمة الطرح بمرتين،

مما يدل على الإقبال الشديد الذي قوبلت به هذه السندات نظـراً لتمتعها بدرجة تصنيف ائتماني (AAA).

مميزات (التوريق)

وحول مدى استفادة البنك من عمليات التوريق أشار السباعي إلى أن التوريق هو أحد الأداوت المالية الحديثة في مصر والقديمة في الخارج فهو معمول به في الولايات المتحدة الأمريكية منذ السبعينيات والتوريق من الأدوات التي تتسم بعدة مميزات فنشاط التوريق من المكونات الرئيسية لمنظومة التمويل العقاري فلم يكن من الطبيعي أن يقوم البنك بتفعيل نشاط التمويل العقاري ولا يلجأ إلى التوريق، فالتوريق يمثل السوق الثانوية في هذا الموضوع بمعنى أن عملية منح تمويل لشخص ما لشراء وحدة سكنية تعتبر السوق الأولى بالنسبة للبنك وإذا لم تكن هناك آليات لتدوير هذه الأموال في دورات ائتمانية جديدة وسريعة فإن هذا يعني التوقف عن منح التمويل بعد استنفاذ الأموال المخصصة لهذه العملية، وآلية التدوير هذه تعرف بالتوريق أو التسنيد وهي أن تقوم الجهة المانحة للائتمان الأصلي ببيع هذه المحفظة الائتمانية إلى شركات التوريق التي تقوم بدورها بإصدار سندات على قوة هذه المحفظة بحيث تؤول كافة حقوق المحفظة إلى حملة السندات المعنية، وهذا ما يعرف بنظام التوريق الخارجي. أما نظام التوريق الداخلي فتختص به البنوك وتقوم بالتبعية بإصدار سندات مباشرة على قوة المحفظة التي ستؤول الحقوق فيها إلى حملة السندات وهذا ما حدث في حالة عملية الطرح الخاصة بالبنك العقاري.

واضاف ان يتم أيضاً اللجوء إلى نشاط التوريق في حالات إعادة الهيكلة المالية لتنظيف المحفظة المالية من جهة وإعادة ترتيب أولويات منح الائتمان من جهة أخرى والتوريق هنا يعتبر البديل المناسب الذي يسمح بتدوير مديونيات البنك وتحويلها إلى اوراق مالية دون أن يؤثر ذلك على الميزانية بالسلب بل بالإيجاب، فالتوريق يؤدي إلى تسهيل التدفق السريع لتمويل عمليات الائتمان كما يؤدي إلى تقليل مخاطر الائتمان مع تخفيف حدة المديونية،

مما يساعد على تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال كما يساعد التوريق على تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، بالإضافة إلى تنشيط سوق تداول السندات والأوراق المالية.

شروط نجاح التوريق

وأضاف السباعي أن هناك شروطاً لنجاح عملية التوريق أولها وجود تدفقات مالية جيدة للمحفظة المطروحة إلى جانب عائد جيد ومعدل سداد متميز بدون نسب تعثر، ثم الشفافية المطلقة والإفصاح الكامل في عملية الطرح والاستعانة بالخبرات المصرية والأجنبية في عمليات الجدارة الائتمانية وإجراء دراسات موسعة ومستفيضة لاختيار المحفظة المناسبة للطرح، وأكد فتحي السباعي أن عملية التوريق ستساهم في إيجاد رئة تمويلية جديدة خاصة أن البنك لديه مشروعات كثيرة جاهزة أو في مراحل التشغيل النهائية وتحتاج إلى تمويل طويل الأجل،

ومع إعادة فتح البنك لباب الائتمان الذي تم مؤخراً فقـد مثلـت عملية التوريق إضافة هامة ورافد جديد من روافد التمويل.

وأضاف السباعي أنه على البنـوك المـصرية (والتـي بالطبع لا تنقصها الجرأة او الخبرة) أن تقتحم مجـال التوريـق لإعادة استخدام أموالها مجدداً في مجـالات ائتمانيـة متعـددة، خاصة أن التوريق لا يقتصر فقط على التمويل العقاري إنما من الممكن أيضاً تطبيقه على أنشطة مصرفية أخرى خاصة تلـك ذات التدفقات النقدية المتوقعة نسبياً ... ونظـراً لأن التوريـق يعمل بكفاءة على تخفيض دورة رأس المال فسيؤدي ذلك حتمـاً إلى الاستخدام الأمثل للأموال، وبالتالي تعظيم الربحية وتقليـل المخاطر إلى حدها الأدنى.

تفاصيل التوريق وشركاء النجاح

وعن تفاصيل أول سندات توريق في مصر صرح محمد صلاح سالم نائب رئيس مجلس إدارة البنك بأن عملية التوريق للبنك سبقتها مجهودات مضنية استمرت أكثر من عام فقـد تـم عمل العديد من الدراسات لاختيار المحفظة الائتمانية المناسـبة للطرح وأيضاً لاختيار المستشار المالي وكذا القانوني للإصدار وذلك للتوصل إلى نظام التوريق الأمثل الذي يتوافق واحتياجات البنك وكذلك اختيار المحفظة الائتمانية التي تتوفر فيهـا كافـة الشروط التي تؤمن نجاح هذه العملية.

وبالفعل تم اختيار كل من البنك التجاري الدولي (مصر) وبنك (HSBC) لتولي مهام مستشار الإصدار ووقع الاختيـار على مكتب الشلقاني للاستشارات القانونية لتولي مهام المستشار

القانوني للإصدار وأضاف محمد صلاح سالم نائب رئيس البنك بأنه تم اختيار جزء من محفظة قروض ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان مضمونة من وزارة المالية ليتم توريقها بنظام التوريق الداخلي حيث كانت هذه هي التجربة الأولى من نوعها في مصر وحتى تكتمل أركان الإجراءات اللازمة للإصدار فقد تم إسناد عملية التصنيف الائتماني لكل من المحفظة المورقة وكذا السندات لشركة الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني (ميريس) حيث انتهت من أعمالها بمنح المحفظة درجة تصنيف بواقع (AAA) ومنح السندات تصنيف بواقع (AA).وأضاف محمد صلاح سالم بأن نتيجة مجهودات فريق العمل بأكمله كانت مشرفة للغاية فعلى الصعيد المحلي لاقى الإصدار الاستحسان والإقبال الشديد فتم تغطية الاكتتاب خلال عشرة أيام بما يتعدى المرتين للمبلغ المصدر والبالغ ٥٠٠ مليون جنيه. أما على الصعيد العالمي فمثلت الجائزة الممنوحة لمصرفنا تتويج وتقدير الأوساط المالية العالمية لكفاءة وتميز عملية الطرح.

الطرح القادم

وأضاف محمد صلاح سالم بأنه تأسيساً على نجاح التجربة الأولى للبنك العقاري في مجال التوريق فقد شرع البنك فور الانتهاء منها في الإعداد لعملية التوريق الثانية وذلك بمشاركة ذات فريق العمل لعملية الطرح الأولى وقد تم بالفعل اختيار ٢٢ قرض ممنوح من البنك إلى هيئة تعاونيات البناء والإسكان (مضمونة من وزارة المالية) بمبلغ إجمالي حوالي

٨٩٤ مليون جنيه لإصدار سندات توريق على قوتها بمبلغ ٧٥٠ مليون جنيه وبحيث يكون مدة الإصدار ١٠ سنوات وبفائدة متغيرة بواقع ١% علاوة على سعر الإقراض والخصم المعلن من البنك المركزي المصري.وأضاف نائب رئيس البنك أنه من أجل إضفاء بعض المميزات على هذا الإصدار فقد تم تصميمه بحيث يتم سداد الفائدة كل ٣ شهور وأن يتم استهلاكه على ١٧ قسط نصف سنوي، الأمر الذي يجعل متوسط عمر الإصدار يبلغ ٦ سنوات وذلك حتى تكون السندات المصدرة بنظام التوريق الداخلي أكثر إغراءاً للمستثمرين.

هذا وقد تم بالفعل إنهاء كافة الإجراءات اللازمة للطرح وتم الحصول على نفس درجات التصنيف الائتماني للطرح الأول سواءً للمحفظة أو السندات، وفور الحصول على موافقة البنك المركزي وهيئة سوق المال سيتم فتح باب الاكتتاب العام الشهر الحالي.وحول انطباع المؤسسات المالية الدولية لعملية الطرح صرح محمد الإتربي المدير العام الرئيسي وعضو مجلس الإدارة –والذي حضر مراسم احتفال تسليم الجائزة- بأن الترحيب والإعجاب بعملية الطرح كان لافتاً للنظر باعتبار أن سندات التوريق الداخلي تجربة رائدة تحدث لأول مرة في مصر مشيراً إلى أن هذا النجاح قد جاء نتيجة جهد وعمل متواصل من مجموعة العمل التي شهد لها خبراء المؤسسات المالية في الخارج وهو ما يدل على أن الخبرات المصرية لا تقل بأي حال من الأحوال عن مثيلتها الأجنبية، وأضاف الإتربي أن ممثلي بنوك ومؤسسات مالية لأكثر من ٨٠ دولة اطلعوا على تفاصيل

التجربة المصرية في طرح سندات التوريق الداخلي، وأشـــادوا بالاحترافية والمهنية العالية التي تم التعامل بها في هذا المجـــال برغم كونها المرة الأولى، مؤكدين على أنها لا تقـــل عـــن أي عملية طرح توريق تحدث في أوروبا أو الولايات المتحدة.

وفي الختام توجه محمد الإتربي بخالص الشكر لرئيس وأعضاء مجلس إدارة البنك ومجموعة العمل برئاسة نائب رئيس مجلس الإدارة على الجهد المبذول في عملية الطرح الذي أدى إلى هذا التقدير المشرف.

الفصل التاسع

وضع التوريق فى بورصتى القاهرة والاسكندرية

قيد سندات كونتكت للتوريق في جداول البورصة

قررت لجنة قيد الاوراق المالية المنعقدة بتاريخ ٣١-٨-٢٠٠٦ الموافقة على ما يلى :

١-قيد سندات التوريق – المصدرة من شركة كونتكت للتوريق لعدد ١,٤ مليون سند بقيمة اسمية للسند الواحد مقدارها ٧٢ جنية وبقيمة إجمالية للاصدار قدرها ١٠٠,٨٠٠,٠٠٠ جنية مصري بالجدول الرسمى (١)، و هى سندات توريق إسمية قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل الى أسهم وقابلة للإستدعاء المعجل ذات عائد سنوى ثابت بالجنية المصرى قدرة ١١% يصرف مع نهاية كل شهر ومدتها خمس سنوات تستهلك شهريا بصورة متدرجة ومتناقصة (حيث يتم رد القسط الشهرى مع صرف الكوبون فى نهاية كل شهر) وهى مضمونة بمحفظة توريق يتم سداد عوائدها وقيمتها الاسمية من المتحصلات التى تتضمنها محفظة التوريق .

٢- ان يتم إدراج السندات بقاعدة بيانات البورصة فور قيدها كما يلي :

ص١ : عدد ١,٤ مليون سند * ٧٢ جنية = ١٠٠,٨٠٠,٠٠٠ جنية مصري.

وتمثل القيمة الإجمالية للإصدار البالغة ١٤٠ مليون جنية ما نسبته ٩٤% تقريبا من القيمة الحالية لمحفظة التوريق البالغة

١٤٨ مليون جنية أي ان نسبة الغطاء النقدي التي تمثل ضمانة إضافية لحملة السندات تبلغ ٥,٨٧% تقريبا .

وقد تم إصدار هذه السندات مقابل محفظة توريق تبلـــغ قيمتهـــا الإجمالية ١٧٦ مليون جنية والسندات مضمونة بمحفظة التوريق و يتم سداد عوائدها وقيمتها الاسمية مـــن المتحـــصلات التـــى تتضمنها تلك محفظة.

وقد بلغت درجة التصنيف الائتماني (تصنيف الجـــدارة) للسندات درجة AA وهي درجة عالية من درجات الاســـتثمار كما أن درجة المخاطر التى يتعرض لها هذا الإصدار متواضعة مقارنة بإصدارات السندات الأخرى .

وتتضمن محفظة التوريق المشار اليها عدد ١٥٤٩ عقـــد بيع سياره بالتقسيط مضمونة بشيكات آجلة .

كونتكت" تصدر أول سندات توريق في مصر ٢٠٠٥/١٢/١٥

فى عملية تعد علامة مهمة في سوق المال المـــصرية ، أعلنت شركة كونتكت عن إطلاق أول إصدار فى مصر لسندات مضمونة بمحفظة حقوق مالية متمثلة في عقود شراء ســـيارات بالتقسيط والتى يبدأ الاكتتاب العام فيها فى ٢٢ ديسمبر الحالي.

وذكرت شركة كونتكت أن إجمالى إصدار هذه السندات قيمته ١٤٠ مليون جنيه ، وتدفع عائدا بسعر ١١ % ، محققـــة بذلك أعلى تصنيف ائتماني لسندات محلية ، ويصل عمر السند إلى ٥ سنوات ، ويتم استهلاكه شهريا ، مما يعني أنه يسدد قيمة العائد ، بالإضافة إلى استهلاك أصل السند كل شهر ، وبذلك يتم

استرداد نحو ٧٢ % من أصل قيمة السند بنهاية السنة الثانية من عمره.

وأضافت الشركة في بيان لها : "لقد تم فصل محفظة حقوق مالية نشأت في كونتكت وإحدى الشركات التابعة لها ونقلت إلى شركة ذات نشاط خاص قامت بإصدار السند ، وقد تم تصميم هذا الهيكل لعملية التوريق بهذا الشكل المتقدم بعد تطوير القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بعد تعديله أخيرا بما يسمح بإصدار سندات التوريق".

وقالت أيضا : "ويتمتع حملة السندات في ضوء هذا الهيكل بضمان قانوني بألا تستخدم حصيلة محفظة التوريق المحالة إلا لسداد مستحقاتهم من أصل السندات والعائد عليها ، كما يشكل فائض الحقوق المالية المحالة والذي يزيد بـ ٥,٨٧ % عن قيمة الإصدار ضمانة إضافية لصالح حملة السندات.

ويقول عمرو لمعي مدير عام كونتكت ورئيس مجلس إدارة كونتكت للتوريق : "تعتز شركة كونتكت بقيامها بأول عملية توريق حقوق مالية وإصدار أول سندات توريق في مصر ، إننا على قناعة تامة بأن التوريق يمثل أداة تمويلية جيدة للكثير من الشركات في مصر بمايتيحه من موارد تمويلية ضخمة تساعد العديد من قطاعات الاقتصاد على تحقيق معدلات نمو كبيرة ، ومن بين القطاعات المرشحة للاستفادة من هذه الأداة أكثر من غيرها القطاع العقاري والسلع الاستهلاكية المعمرة والمرافق من غاز وكهرباء ومياه واتصالات وغيرها".

جدير بالذكر أن شركة كونتكت لتجارة السيارات تأسست عام ٢٠٠١ كأول شركة متخصصة في تمويل المستهلك ، وتركز نشاطها على تمويل شراء سيارات الركوب ، وأدى النجاح السريع للشركة إلى أن تصبح لها الريادة في هذا القطاع.

ويبلغ رأس المال المصدر والمدفوع لشركة كونتكت ٧٧,٥ مليون جنيها ، ويضم مساهموها كل من : البنك التجاري الدولي CIB بنسبة ٤٠% ، وبنك مصر بنسبة ١٢% ، وإيجيبشان دايركت أنفستمنت فاند ليمتد (١٩%).

ولكونتكت الريادة أيضا في مجال الخدمات المتصلة والمكملة لتأمين السيارات وهيالخدمات المقدمة تحت الاسم التجاري "نادي خدمة كونتكت" ، كما تدير كونتكت إحدى الشركات التابعة لها وهي بافاريان – كونتكت لتجارة السيارات ، والتي تم تأسيسها عام ٢٠٠٤ بموجب اتفاق مع شركة BMW والمجموعة البافارية للسيارات ، وكيل BMW في مصر ، وتعمل هذه الشركة في مصر تحت الإسم التجاري BMW للخدمات المالية.

حجم التوريق فى مصر:

تجاوز إجمالي توريق قروض التمويل العقاري والإسكان حوالي ١,٤ مليار جنيه منإجمالي ٢ مليار جنيه حجم نشاط التوريق في مصر حتي الآن.

أوضحت مصادر، أن نشاط التوريق في العقارات شمل ٧٥٠ مليون جنيه أقرتها هيئة سوق المال لصالح البنك العقاري و٦٥٠ مليون جنيه مستحقات شركة المعمورة للإسكان.

التوريق أسلوب يلجأ إليه المقرضون لتحويل القروض إلي أوراق مالية يجري تداولها في سوق المال بما يضمن «تدوير» هذه القروض مجدداً وإعادة استخدامها في تمويل قروض جديدة في هذا المجال.

توقع الدكتور أسامة الأنصاري استشاري أسواق المال ارتفاع نشاط التوريق بصفة عامة العام المقبل إلي حوالي ٥ مليارات جنيه، لافتا إلي أن توريق مديونات التمويل سيتضاعف مع تحول فئة كبيرة من المواطنين من السكن بنظام الإيجار الجديد إلي الشراء بنظام التمويل العقاري.

أكد أن نشاط التوريق بصفة عامة شمل حتي الآن أربع عمليات، اثنتان منها لإحدي شركات السيارات واثنتان للبنك العقاري وشركة المعمورة للإسكان.

وأوضح الأنصاري أن اهمية التوريق تكمن في توفير مصادر تمويل للشركات والمؤسسات العقارية التي ارتبطت بقروض طويلة الأجل، لافتاً إلي أن شركات التوريق تصدر سندات مضمونة بقيمة التدفقات النقدية المصدرة نتيجة التمويل العقاري.

وأشار إلي أن التوريق يوفر نوعاً جديداً من الأدوات المالية تتميز بالتحصيل الشهري عكس باقي السندات بالسوق، موجداً بذلك وعاء ادخارياً جاذباً.

أكد توافر المستثمرين لهذه السندات وهي الجهات التي يتوافر لديها سيولة وغير مصرح لها باستثمارها في الأسهم مثل أموال التأمينات والمعاشات

وصناديق التأمين الخاصة والمؤسسات المالية المختلفة ومؤسسات التأمين. وأشار إلي الدور الكبير للبنوك في عملية التوريق الذي يتمثل في المشورة الفنية للشركة التي تعمل في التوريق، فضلاً عن عمل البنوك كأمين حفظ منسق بين شركات التوريق وجهة الدين بالإضافة إلي دورها في التحصيل.

وأوضح محمود الشاذلي مستثمر مصري أمريكي أن أزمة التمويل العقاري في الولايات المتحدة لم تكن نتيجة عملية التوريق وإنما لمنح قروض دون ضمانات.

أكد أهمية التوريق للبنوك المصرية لأنها بنوك تجارية لا تستطيع منع قروض طويلة الأجل وتحتاج إلي شركات استثمارية كبري تتولي عنها عملية التوريق.

وأشار إلي أن مخاطر التمويل العقاري في مصر تتمثل في عدم القدرة علي السداد وعشوائية تقييم العقارات وبعد التقييم عن الواقع.

أكد أن القروض العقارية يجب أن تكون فائدتها ثابتة طوال مدة العقد، محذراً من القروض ذات الفائدة المتغيرة التي تسببت بشكل مباشر في أزمة في سوق التمويل العقارية بالولايات المتحدة.

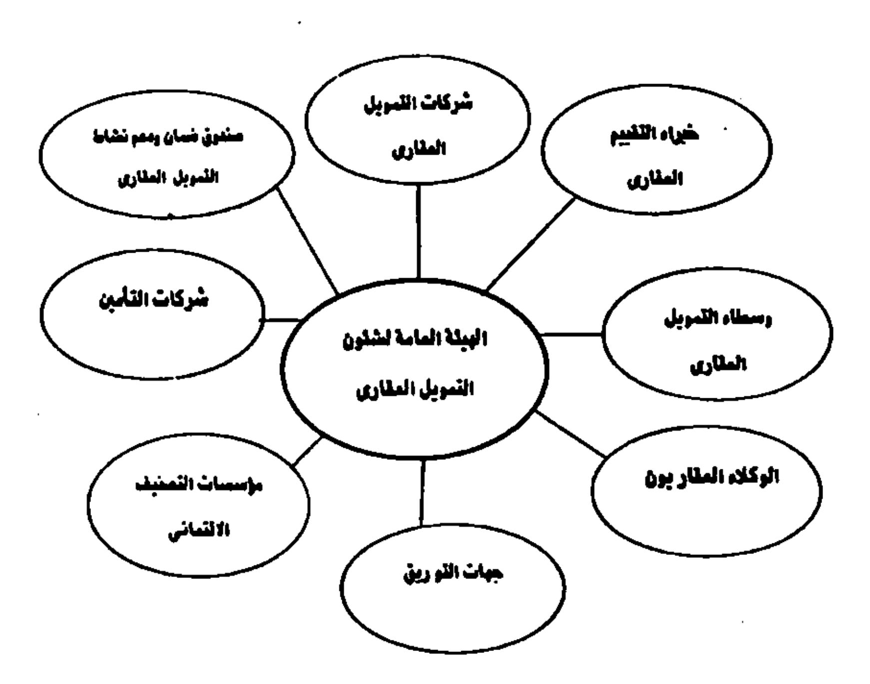
واستبعد مجدي عبدالحميد عضو مجلس إدارة إحدي الشركات العقارية نجاح خطط التوسع في عمليات التوريق خلال فترة وجيزة.

ولفت إلي أنه رغم أهمية التوريق في توفير السيولة اللازمة لتدوير الاستثمارات العقارية ودعم التمويل، فإن النشاط

الفعلي مازال في بداياته ويتطلب فترة زمنية للتعرف علي مدي نجاحه في اختيار عملاء لديهم القدرة والرغبة في الالتزام بدفع الأقساط في مواعيدها المحددة.

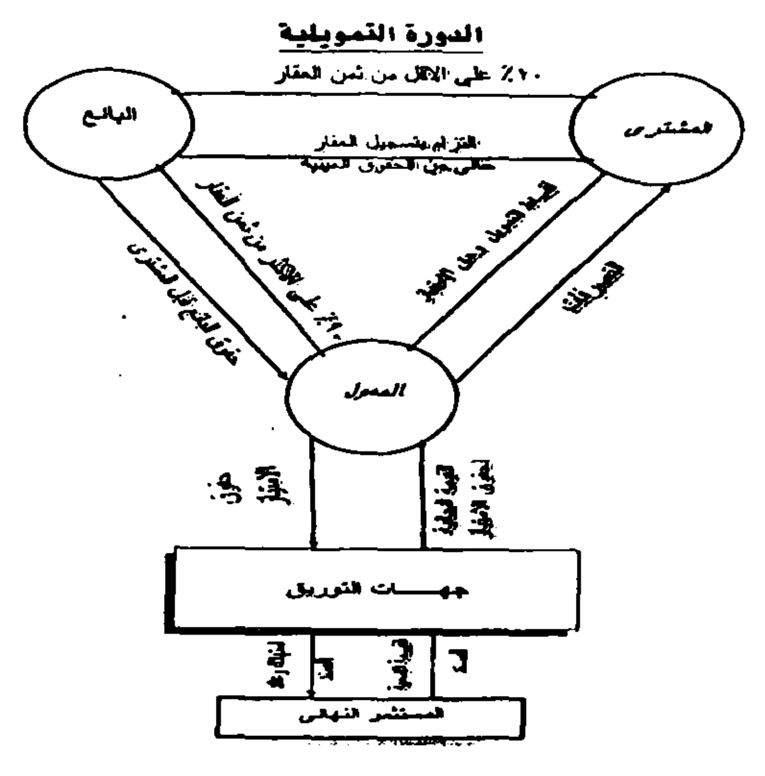
وقال رغم الإجراءات التي وضعتها الدولة أظهر اختيار الحاصلين علي التمويل العقاري بعناية فائقة أن هـذا لا يمنـع وجود مخاوف لدي البعض من عدم الالتزام بالسداد لأقساط التمويل

منظومة التمويل العقاري في مصر



الأدوات التشريعية لمنظومة التمويل العقاري المصرية :

١. قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ .
٢. القرار الجمهوري بإنشاء الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري رقم ٢٧٧ لسنة ٢٠٠١ .
٣. اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقاري المنشورة بالوقائع المصرية في ديسمبر ٢٠٠١.



•

• تكون العلاقة بين جهات التوريق والمستثمر النهائي مبنية على قيمة استهلاك وعائد السند على أن يلتزم المستثمر النهائي بالقيمة الاسمية للسند.

النماذج والاتفاقات المعدة للتعامل بها خلال منظومــة التمويــل العقاري:

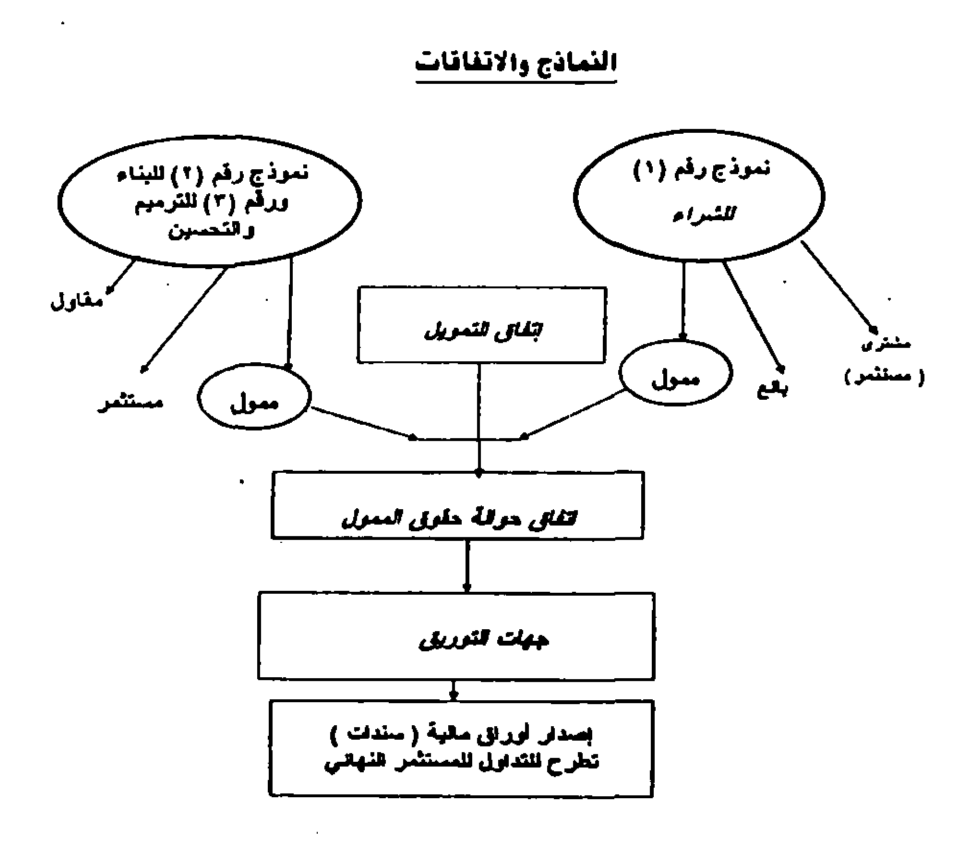
• نموذج رقم (١) للشراء سواء للمشتري أو مــستثمر أو بائع أو الممول

• نموذج رقم (٢) للبناء ســواء للمقــاول أو مــستثمر أو الممول

• نموذج رقم (٣) للترميم أو التحسين ســواء للمقــاول أو مستثمر أو الممول

كما تشمل مراحل اتفاقيات التمويل:

- اتفاق حوالة حقوق الممول
- جهات التوريق
- إصدار أوراق مالية (سندات) تطرح للتداول للمـــستثمر النهائي



وبالاشارة إلى أهم الخطوات التي تمت لتفعيل منظومة التمويـــل العقاري في مصر فقد قامت هيئة التمويل العقاري بإعـــداد مـــا تطلبه قانون التمويل العقاري ولائحته التنفيذيـــة مـــن الأدوات والآليات وخاصة ما يلي:

١- إقرار نموذج طلب الترخيص لشركة التمويل العقاري.

٢- إقرار نموذج الشروط الأساسية للتمويل العقاري.

٣- إقرار نموذج اتفاق تمويل عقاري لشراء (عقار / وحدة) . قرار وزاري رقم ١٠١ لسنة ٢٠٠٣.

٤- إقرار نموذج اتفاق تمويل عقاري لبناء عقار . قرار وزاري رقم ١٠٠ لسنة ٢٠٠٣.

٥- إقرار نموذج تمويل عقاري (لترميم / تحسين) بناء . قرار وزاري رقم ١٠٢ لسنة ٢٠٠٣

٦- إقرار نموذج اتفاق حوالة الحقوق المالية .

٧- إعداد السجل الخاص بمراقبي حسابات شركات التمويل العقاري وتم قيد مراقبي الحسابات الذين توافرت فيهم الشروط المطلوبة وقد بلغ عدد المقيدين ١٩ مراقب .

٨- إقرار اشتراطات القيد في جدول خبراء التقييم العقاري ، وتم قيد خبراء التقييم الذين توافرت فيهم الشروط المطلوبة وبلغ عدد الخبراء المقيدين ١٤ خبير .

٩- إقرار اشتراطات القيد في جدول وسطاء التمويل العقاري ، وتم قيد الوسطاء الذين توافرت فيهم الشروط المطلوبة وبلغ عددهم ٥٥ وسيط.

١٠- إقرار اشتراطات القيد في جدول الوكلاء العقاريين ، وجارى إعداد بروتوكول مع وزارة العدل لتنفيذ البرنامج التدريبي الخاص بهم.

١١- تشكيل لجنة البت في التظلمات من رفض طلب القيد لدى الهيئة العامة لشئون التمويل العقاري في جداول خبراء

التقييم أو الوكلاء العقاريين أو وسطاء التمويل العقاري (قرار وزاري رقم ١٩١ لسنة ٢٠٠٣).

١٢- الترخيص بإنشاء شركة التعمير للتمويل العقاري ويبلغ رأس المال المرخص به ٥٠٠ مليون جنيه ورأس مال مصدر ٢٥٠ مليون جنيه وتضم بنك الاستثمار القومي وشركات التأمين وهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة وهيئة الأوقاف المصرية وبعض شركات الاستثمار العقاري ووكيل المؤسسين بنك التعمير والإسكان.

١٣- جاري التنسيق مع بعض المجموعات المالية لإنشاء عدة شركات تمويل عقاري أخرى.

١٤- تم إنشاء شركه للتسجيل العقاري يساهم فيها بنك التعمير والإسكان ، وهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة ، والهيئة المصرية العامة للمساحة.

١٥- تم إقرار الضوابط الرقابية التي يتعين على الجهات التي تمارس نشاط التمويل العقاري الالتزام بها لمكافحة عمليات غسل الأموال.

بنك التعمير والإسكان يؤسس شركة لإدارة الأصول السياحية

مصر: التوريق يدعم سوق التمويل العقاري

توقع خبراء في سوق التمويل العقاري في مصر ان تشهد الفترة المقبلة نشاطا ملحوظا مع بدء نشاط التوريق الذي يستهدف توفير تمويل طويل الاجل للشركات والبنوك العاملة في هذا المجال.

واشار الخبراء الى ان عملية التوريق، التي اقرها مجلس ادارة هيئة سوق المال اخيرا لمصلحة البنك العقاري المصري العربي توفر ٧٥٠ مليون جنيه اضافية من خلال السوق الثانوية للتمويل العقاري. بما يعني ان هذا المبلغ سيعاد اقراضه لتوفير شقق بنظام التمويل العقاري وذلك في اطار عمليات التوريق.

وأكد الخبراء ان سندات التوريق التي سيصدرها البنك العقاري ستطرح للاكتتاب العام بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه للسند ومدتها ١٠ سنوات وهي تمثل قروضا عقارية مضمونة السداد من وزارة المالية، وهذه السندات قابلة للتداول في البورصة وغير قابلة للتحويل الى اسهم، بجانب قابليتها للاستدعاء المعجل. ولهذه السندات عائد سنوي متغير قدره واحد في المائة علاوة على سعر الاقراض والخصم المعلن من البنك المركزي المصري وهو حاليا 9 في المائة ويصرف عائد السندات كل ٣ اشهر على ان يستحق اول كوبون بسعر عائد سنوي 10 في المائة، واشار خبراء التمويل العقاري الى ان سندات التوريق العقارية ستلعب دورا مهما في تنشيط سوق التمويل العقاري. بجانب شركة اعادة التمويل العقاري التي ستوفر ايضا موارد اضافية للشركات والبنوك العاملة في هذا المجال، ويساهم في رأسمال شركة اعادة التمويل العقاري ٢١ جهة مختلفة بينها ٢٠ بنكا على رأسها البنك المركزي المصري، بجانب شركتين للتمويل العقاري وصندوق ضمان ودعم التمويل العقاري وتقوم هذه الشركة بدور صانع السوق.

قرارات تنظيمية

كان مجلس ادارة الهيئة لسوق المال اصدر في اجتماعه الاخير عددا من القرارات التنظيمية والرقابية لسوق المال المصرية.

وتتضمن تلك القرارات الموافقة على الطلب المقدم من البنك العقاري المصري العربي لاصدار سندات توريق (اصدار ثاني) تطرح للاكتتاب العام تبلغ قيمتها 750 مليون جنيه بقيمة اسمية ١٠٠ جنيه للسند تصدر لمدة ١٠ سنوات مقابل لتداول حقوق مالية تبلغ قيمتها ٨٩٣ مليون جنيه، تمثل قروضا عقارية مضمونة السداد من وزارة المالية، وتكون هذه السندات قابلة بالبورصة وغير قابلة للتحول الى اسهم، بالاضافة الى قابليتها للاستدعاء المعجل، ويبلغ التصنيف الائتماني للسندات والذي قامت به احدى الشركات المتخصصة في هذا المجال تقييما قدره AA، في حين يبلغ التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق والصادرة عن شركة التصنيف الائتماني ذاتها.AAA

ويرجع الغرض من اصدار هذه السندات الى تمويل النمو المتزايد في نشاط التمويل العقاري، والذي يمثل نشاط التوريق عنصرا مهما وفعالا لتفعيله وتوفير التمويل اللازم لانشطته، واعادة هيكلة مصادر التمويل الخاصة في البنك المركزي المصري في ضوء تطبيقها لمتطلبات كفاية رأس المال الواردة في اتفاقية بازل٢.

وتأتي موافقة الهيئة على هذا الاصدار في اطار جهودها لتنشيط سوق السندات المصرية، خصوصا السندات التي

تصدرها الشركات وسندات التوريق والتي تسهم في تطوير منحى العائدات للسندات في السوق المصرية.

يشار الى ان اجمالي القروض الممنوحة من البنوك والشركات العاملة في مجال التمويل العقاري بلغت نحو مليار جنيه في ٢٠٠٦ مقارنة ب ١٦ مليون جنيه خلال العام الماضي ٢٠٠٥/٢٠٠٤.

شركة جديدةالى ذلك، انتهى بنك التعمير والاسكان من تأسيس شركة التعمير لادارة الاصول السياحية والعقارية برأسمال مرخص به ١٠٠ مليون جنيه مصري ومدفوع ١٠ ملايين جنيهات موزعة على مليون سهم بقيمة اسمية ١٠ جنيهات للسهم الواحد، ويساهم في الشركة الجديدة مع البنك والشركة القابضة للاستثمار والتعمير ومجموعة اخرى من المستثمرين.

وقال مصدر مسؤول في بنك التعمير والاسكان في تصريحات له ان الغرض الاساسي للشركة التي من المقرر ان تتخذ ادارة مسمى تجاري لها هو القيام بعمليات الادارة والتسويق السياحي للفنادق والشقق الفندقية والقرى السياحية، بالاضافة الى الاستثمار العقاري في المدن والمجتمعات العمرانية الجديدة والمناطق النائية، والقيام بانشطة البناء للاسكان العائلي والاداري والتجاري وتخطيط واقامة المناطق العمرانية وتجهيزها بجميع المرافق والخدمات، وتنفيذ اعمال ادارة المشروعات الصناعية ومشروعات الخدمات والمرافق واعادة الهيكلة الفنية والادارية للمصانع، وبذلك يكون بنك التعمير والاسكان قد اسس عدة شركات تغطي جميع اغراض القطاع

العقاري، حيث يساهم بشكل رئيسي في شركات التعمير للتمويل العقاري واخرى للتسجيل وثالثة للتقييم، وتشمل اغراض شركة التعمير لادارة الاصول السياحية والعقارية ابرام عقود الايجار والبيع مع المستأجرين نيابة عن الملاك، بالاضافة الى تحصيل الايجارات والرسوم المتأخرة عنهم، وسداد جميع النفقات الخاصة بالوحدة، واعداد تقارير شهرية للملاك توضح تفاصيل الايرادات والمصروفات الخاصة بهم، والتعامل مع الجهات الحكومية ذات الصلة ومعاينة الوحدة قبل وبعد الايجار، ومن المتوقع ان تشهد الشركة اقبالا من المقيمين في الخارج والعرب والاجانب من ملاك الوحدات السكنية في مصر للقيام بادارتها نيابة عنها.

قيد أول سندات توريق للبنك العقاري المصري العربي بنظام التوريق الداخلي بالبورصة

١٠ أكد ماجد شوقي رئيس بورصتي القاهرة والاسكندرية ان لجنة قيد الأوراق المالية بالبورصة وافقت علي قيد سندات التوريق المصدرة من البنك العقاري المصري العربي بالجدول الرسمي٢ علي أن يتم تداولها فور قيدها.

وأشار رئيس البورصة إلي ان هذه السندات هي سندات توريق اسمية في مقابل حقوقه مالية غير قابلة للتحويل الي أسهم اصدار يونيو٢٠٠٦ ومدتها٧ سنوات, وقابلة للاستدعاء المعجل اعتبارا من مايو٢٠١٠, بعدد(٥٠٠٠٠٠) خمسمائة الف سند بقيمة اسمية قدرها١٠٠٠ جنيه للسند الواحد وبقيمة اجمالية للاصدار٥٠٠ مليون جنيه مصري ذات عائد سنوي متغير قدره٠,٥% علاوة

علي سعر الاقراض والخصم يصرف كل ستة أشهر مطروحة بالكامل للاكتتاب العام وتستهلك السندات علي أربعة أقساط متساوية اعتبارا من١٥ مايو ٢٠١٠ وحتي تاريخ الاستحقاق النهائي في١٩ يونيو٢٠١٣, وذلك بنظام التوريق الداخلي وهي علي قوة محفظة قروض ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والاسكان وعددها أربعة وعشرون قرضا يبلغ اجمالي أصولها مبلغ٥٦٥٨٠١٤٥٦ جنيها مصريا من بين القروض الممنوحة لهيئة تعاونيات البناء والاسكان والمضمونة السداد من وزارة المالية وذلك بغرض اعادة هيكلة مصادر التمويل بالبنك بالاضافة الي تمويل النمو المتزايد في نشاط التمويل العقاري. ويؤكد ماجد شوقي ان درجة التصنيف الائتماني لهذه السندات بلغتAA مما يعني أن هذا الاصدار من السندات مصنف محليا علي أنه درجة استثمار وأنه من الناحية الائتمانية له القدرة علي سداد الأقساط والعوائد في مواعيدها بجودة عالية. وجدير بالذكر أنها أول سندات توريق بنظام التوريق الداخلي والذي يعني أن تقوم احدي الشركات المساهمة من غير شركات التوريق باصدار سندات تسدد قيمتها الاسمية والعائد عليها من خلال محفظة من الحقوق المالية للشركة مدعمة بالضمانات المقررة لها وتدخل هذا لمحفظة ضمن أصول الشركة المصدرة للسندات وتدرج في قوائمها المالية ويكون لحملة السندات حق الرجوع علي الشركة المصدرة.

بنك التعمير والاسكان ... تاسيس شركة التوريق ما زال تحت الدراسة (٢٠٠٧-٠٧-١٢)

اعلن بنك التعمير والاسكان في بيان له اليوم افاد فيه ان الخبر الخاص بتأسيس شركة للتوريق مازال محل الدراسه حتى الان و سيتم اخطار البورصة فور الانتهاء من الدراسة . وكان الخبر المنشور يتعلق بتصريح فتحى السباعى رئيس مجلس إدارة بنكى التعمير والاسكان والعقارى العربى حول إنشاء شركة جديدة للتوريق بنظام spr من خلال بنك التعمير والاسكان براسمال يتراوح ٢٥٠ و ٣٠٠ مليون جنيه لاصدار السندات قبل نهاية العام الحالى . على ان تتولى احدى شركات البنك التجارى الدولى دراسة المحفظة المالية لها وسعر الفائدة المتوقع .. ليتم من خلالها وبالاضافة الى التوريق المحلى باصدار سندات البنك العقارى المصرى العربي تنويع ما يتم تداولة بالسوق المصرى من سندات عقارية . "مباشر "

قيد أول سندات توريق للبنك العقاري المصري العربي بنظام التوريق الداخلي بالبورصة

١٠ أكد ماجد شوقي رئيس بورصتي القاهرة والاسكندرية ان لجنة قيد الأوراق المالية بالبورصة وافقت علي قيد سندات التوريق المصدرة من البنك العقاري المضري العربي بالجدول الرسمي٢ علي أن يتم تداولها فور قيدها.

وأشار رئيس البورصة إلي ان هذه السندات هي سندات توريق اسمية في مقابل حقوقه مالية غير قابلة للتحويل الي أسهم اصدار يونيو٢٠٠٦ ومدتها٧ سنوات, وقابلة للاستدعاء المعجل اعتبارا من مايو٢٠١٠, بعدد(٥٠٠٠٠٠) خمسمائة الف سند بقيمة اسمية قدرها١٠٠٠ جنيه للسند الواحد وبقيمة اجمالية للاصدار ٥٠٠

مليون جنيه مصري ذات عائد سنوي متغير قدره٠,٥% علاوة علي سعر الاقراض والخصم يصرف كل ستة أشهر مطروحة بالكامل للاكتتاب العام وتستهلك السندات علي أربعة أقساط متساوية اعتبارا من١٥ مايو٢٠١٠ وحتي تاريخ الاستحقاق النهائي في١٩ يونيو٢٠١٣, وذلك بنظام التوريق الداخلي وهي علي قوة محفظة قروض ممنوحة للهيئة العامة لتعاونيات البناء والاسكان وعددها أربعة وعشرون قرضا يبلغ اجمالي أصولها مبلغ٥٦٥٨٠١٤٥٦ جنيها مصريا من بين القروض الممنوحة لهيئة تعاونيات البناء والاسكان والمضمونة السداد من وزارة المالية وذلك بغرض اعادة هيكلة مصادر التمويل بالبنك بالاضافة الي تمويل النمو المتزايد في نشاط التمويل العقاري. ويؤكد ماجد شوقي ان درجة التصنيف الائتماني لهذه السندات بلغتAA مما يعني أن هذا الاصدار من السندات مصنف محليا علي أنه درجة استثمار وأنه من الناحية الائتمانية له القدرة علي سداد الأقساط والعوائد في مواعيدها بجودة عالية. وجدير بالذكر أنها أول سندات توريق بنظام التوريق الداخلي والذي يعني أن تقوم احدي الشركات المساهمة من غير شركات التوريق باصدار سندات تسدد قيمتها الاسمية والعائد عليها من خلال محفظة من الحقوق المالية للشركة مدعمة بالضمانات المقررة لها وتدخل هذا لمحفظة ضمن أصول الشركة المصدرة للسندات وتدرج في قوائمها المالية ويكون لحملة السندات حق الرجوع علي الشركة المصدرة.

المبحث الثانى

دولة الكويت

مدى اهتمام دولة الكويت بالتمويل

بيت التمويل الكويتى(بيتك)

التوريق:

فيما يتعلق بعمليات التوريق قام البنك بهيكلة عـــدد مـــن عمليات التوريق المدعمة بمختلف الأصول. تتميـــز منتجـــات التوريق فى بيتك بمطابقتها لإحكام الشريعة الإسلامية والقـــدرة على المنافسة مع التسهيلات التقليدية المقابلة لها في السوق.

قام بيتك ومن خلال منتجات الإجـــارة لديـــه وأنـــشطة التمويل العقاري وأعمال الاستثمار المباشـــر بابتكـــار وســـيلة للدخول إلى سلسلة من الأصول المطابقة للـــشريعة الإســـلامية والتي تتضمن عوائد متناسبة مع حجم المخاطر. إن هذه القدرة على إيجاد الأصول وعلاقات بيتك القوية مع كبـــرى البنـــوك الدولية تمنح بيتك ميزة خاصة في هيكلة منتجات مبتكرة لإدارة الأصول. وتشمل سلسة منتجات إدارة الأصـــول فـــى البنـــك منتجاته الاستثمارية الخاصة وسلسلة متنوعـــة مـــن الأمـــوال المهيكلة بالمشاركة مع كبرى المؤسسات الدولية الأخرى.

- إعمار :

يعتبر منتج التوريق المتمثل في صندوق إعمار واحدا من أهم المنتجات المعروضة في هذا المجال من قبل بيتـــك. يقـــدم صندوق الاستثمار الفريد هذا فرصة للمستثمرين للمشاركة فـــي محفظة أصول مهيكلة إسلاميا ومتنوعة بحيث تسمح لهم بشراء

أسهم المشاركة في صندوق إعمار. وقد تم إصدار أسهم الاكتتاب هذه بسعر ١ دولار أمريكي قابلة للاسترداد بناء على خيار المصدر. ويقوم بيتك بإعادة تسويق أية أسهم يتم استردادها بصفته وكيل إعادة التسويق. ويعمل بيتك أيضا كمدير ومستشار إسلامي ومسجل للصندوق.

ويعد صندوق إعمار مثالا حيا على نجاح بيتك في مجال منتجات التوريق التي تم طرحها في السوق. وقد حاز هذا المنتج على قبول واسع في السوق نظرا لفعالية هيكله ومطابقته لأحكام الشريعة الإسلامية. إن هذا المنتج الذي يمكن تسييله على مدى قصير الأجل يسمح للمستثمرين بشراء اسهم مشاركة مدعومة بسلسلة واسعة من الأصول. ويمكن للمستثمرين الحصول على مركز لا تقل مدته عن يومين في هذه الأداة المالية المصدرة بالدولار الأمريكي ويتم حمايتهم بترتيبات تغطية للعملة تسمح لهم بالخروج من صفقة الاستثمار بنفس سعر صرف العملة الذي قاموا بالاستثمار بموجبه.

نائب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي لشركة "رساميل" لـ" المستثمرون": الطواري: مطلوب وجود شكل قانوني يحتوي التوريق في الكويت

أكد نائب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي لشركة "رساميل "عصام الطواري أن فكرة إنشاء الشركة كانت في البداية تتمثل في إنشاء صندوق من أجل غرض (التوريق) لكنها تطورت إلى إنشاء شركة استثمار وأن يكون غرضها الصريح والواضح هو (التوريق.(

وأوضح الطواري في لقائه مع "المستثمرون" أن البنك المركزي وافق على تأسيس الشركة بشرط عدم سيطرة طرف واحد من المؤسسين بنسبة أكثر من ١٠%. وأضاف الطواري أن أهم عائق أمام عملية التوريق في الكويت يتمثل في عدم وجود هيكل أو إطار قانوني لتلك العملية مطالباً الجهات المختصة بإيجاد شكل قانوني يحتوي التوريق. وأشار الطواري إلى أن سوق الائتمان الإسلامي واعد وكبير حيث إن نسبته في الخليج تتراوح ما بين ٤,٥ إلى ٥ مليارات دينار كويتي منهم حوالي ١,٥ مليار في الكويت. وفيما يلي تفاصيل اللقاء :

بداية الشركة

من أين أتتكم. الفكرة في إنشاء الشركة؟ وما النفع منها ؟

كانت الفكرة في البداية بإنشاء صندوق من أجل غرض (التوريق) تم الانتهاء إلى الوصول إلى قناعة أن تؤسس شركة استثمار وأن يكون غرضها الصريح والواضح هو (التوريق) وبعد مناقشة طويلة وافق البنك المركزي الكويتي وتم إقرار ألا يكون هناك طرف واحد مسيطر على مجلس إدارة الشركة حيث لا تزيد المساهمات عن ١٠%.

والمؤسسون هم كل من أعيان، مؤسسة الخليج للاستثمار، دار الاستثمار، الأمانة العامة للأوقاف، مجموعة دغيشم السعودية، البابطين، بيت الزكاة وشركة الامتياز ..

ما هو مفهوم عملية التوريق؟

نجد أن شخص لديه أصول كثيرة لكن ليس لديه سيولة، فعملية التوريق تتمثل في تحويل هذه الأصول إلى سيولة كبيرة وإعادة تصكيكها. لتكون في شكل أدوات .

وهل من الممكن تحويل أجزاء داخل أصل واحد إلى توريق بمعنى شركة (أ) لديها أصول متعددة لكن هذه الأصول إما تشغيله أو مدرة للدخل؟

لديك مثلا الشركات العقارية وشركات تأجير السيارات وشركات التمويل العقارية وشركات تأجير الأصول والشركات التي لديها ذمم مدينة والتجارية

هل يمكن تحويل التوريق في الجهة الواحدة إذا كان لديها أكثر من أصل؟

حسب الحجم ،وإذا كان هناك قيمة تساعد على إصدار صكوك بـ ٢٠ مليون دينار مثلاً وفي النهاية تعتمد على الجودة وحجم التدفق النقدي (Cash Flow)

والصفة الثانية المميزة في عملية التوريق أنها Off Balnce Sheetاو ما يعرف بتمويل خارج الميزانية .

فعلى سبيل المثال شركة لديها عمليات تشغيلية حيوية قد تكون قيمتها ١٠مليون تعطى عائد قيمته ٢ مليون في السنة، ويتم عمل تقييم لها من حيث جودة الأصول (والتي كلها ممتازة) ممكن أن تذهب إلى وكالة التصنيف وتحصل على تصنيف أفضل من تصنيف شركة صاحبة عمليات تشغيلية أعلى منها.

بمعنى لو افترضنا أن الشركة (س) تصنيفها (A) لكن أصولها تعطيها تصنيف (AA) لان الأصل أكثر ، فتكلفة التمويل على الشركة في هذه الحالة تنتقل من (A) إلى.(AA)

فعلى سبيل المثال إنني اشتريت محفظة ما وهناك من يقول أعطيك هذه المحفظة وأعطيك ضمان على أن يكون هناك نسبة ١٠% من التعثر .

فإذا كنت متعثراً. فيها بنسبة١ فأنا أعطيك ١٠ أضعاف من هذا .التعثر.أي المعدل ١٠% فكل هذه مميزات لعملية التوريق .

الجانب السلبي

هل من الممكن إذا تمت عملية) التصكيك) أن يحدث سوء في إدارة العمليات التشغيلية لناتج هذه الصكوك؟

هذا أمر غير وارد فإذا كانت الشركة هي المشترية ولا تزال عملية الإدارة وتحقيق هذه المحفظة تتم مع الطرف الآخر. فمثلا عندما نشتري سيارة بالأقساط كل شهر يتم عمل استقطاع بنكي من حسابك، فملكية الأصول هذه تنتقل إلى المشتري و في المقابل تحصل الشركة على مقابل إدارتها للأصول

معوقات

ما هي أهم المعوقات التي تعاني منها عملية إصدار الصكوك في الكويت والخليج؟

الإشكالية التي نراها في عملية التوريق هي عدم وجود هيكل أو إطار قانوني لتلك العملية وهذا في الكويت أكثر من

باقي دول الخليج، والمطلوب هو وجود شكل قانوني يحتوي التوريق.

إذا حدث لشركة توريق داخل أصولها هل يجب ان تدرج داخل الميزانية والإيرادات؟

في حال استلام محفظة وفيها ذمم مدينة وهذه المحفظة تبيع لشركة (س) على سبيل المثال وهي تدفع كل (٦ اشهر (وهذه الشركة (س) ذات .ملاءة. ودرجة ائتمان عالية وأنا أقوم بالتقييم على هذا الأساس وأطالع جودة المتحصلات بالإضافة إلى هيكل العملية وأين تكمن إمكانية التعثر فيها من الناحية المالية أو القانونية او من ناحية العمليات نفسها وكل هذا مجتمعا يتم تقييمه والحصول عليه عن طريق Credit Enhancement Mechanismsوتسمى (آليات تحسين الائتمان) بمعنى أنني عندما أقيم أصل ما فانني أقيمه بدرجة ائتمان A فهناك. آليات للتحسين وهي:

أن يكون طرف قادر على منح السيولة في حالة طلب احد المستثمرين التسييل، فهذه ترفع من درجة الائتمان ، أو أن يكون هناك ضمان من باب ثالث من وكالة ضمان تقديرات أو غيرها فكلها ترفع من درجة الائتمان، فيوجد الكثير من الفرص ويتوقف في النهاية على التكلفة والمنفعة

سوق واعد

كوضع السوق الحالي هل تختارون بعض القطاعات أم أنها مطروحة للجميع؟

نفضل العمل في جميع القطاعات ولكن كذلك السوق كبير، لذلك نأخذ فكرة عامة عن السوق حيث إن نسبة سوق الائتمان الإسلامي في الخليج يتراوح ما بين ٤,٥ الى ٥ مليارات دينار كويتي منهم حوالي ١,٥ مليار د . ك في الكويت، فحجم هذا السوق واعد وكبير

كما نسعى إلى اقتناص الفرص لمتطلبات بعض العملاء حيث لديهم بعض الاحتياجات للسيولة. كزيادة رأس المال أو التمويل الإسلامي عن طريق التصكيك.

فلنأخذ شركة (س) على سبيل المثال والتي تعمل في مجال تأجير السيارات، فهي تقوم بشراء سيارات وتؤجرها للآخرين ولديها احتياجات متفرقة.

فتقوم (رساميل) بالاتفاق مع شركة (س) بموجبه تقوم رساميل بعمل برنامج توريق وقمنا بأخذ محفظة منهم قمنا بتصكيكها وبيعها ، فأخذت (أصول (هذا المبلغ الناتج من البيع وقامت بشراء سيارات أخرى لتأجيرها وبيعها من خلال السوق الثانوية (Secondary Market)

إستراتيجية التحديات

تم إنشاء مركز لإدارة السيولة في البحرين، إلا أن هذه التجربة تعاني العديد من الصعوبات، فما هي إستراتيجيتكم لهذه التحديات؟

تجربة مركز .إدارة السيولة بالبحرين أتوقع أن هدفها مشابه مع (رساميل)، لكن مجال الاختلاف يتمثل في أدوات السوق من صكوك

فلقد بدأت الفكرة عندما بدأنا نتحاور مع المستثمر في بنك ABC ومع مؤسسة نقد البحرين وكان السيد عبدالحق القفصي.هو الشخص المتحفز.لهذه الفكرة ، وقمنا بعمل ندوة. في عام ٩٥ وتمت الدعوة من مؤسسة نقد البحرين حيث تبنت الفكرة .

فعندما تم تأسيس مركز" إدارة السيولة بالبحرين" تم اكتشاف مشكلة أنه لا توجد الإصدارات حتى يكون هناك سوق ثانوي التي تتم عن طريق إدارتها فاضطروا أن يقوموا بعمل إصدارات كي يتم تداولها في سوق ثانوي، وكان هدفهم عمل نوع من إدارة السوق .

ورأيي الشخصي على هذا الموضوع أن كثيرا ممن يستثمرون في هذه الإصدارات لا يقوم ببيعها حتى يكون هناك تداول.

صكوك جديدة

ألم يخلق السوق صكوك جديدة ؟

حسب معلوماتي حجم سوق الصكوك يتراوح بين ٣-٤ مليار دولار، وبالنسبة للكويت يبلغ حجم التمويل الإسلامي ١,٥ مليار دينارقابل للتوريق وباقي الدول بما فيهم ماليزيا، قطر وغيرها يبلغ ٦ مليار دولار. فما بالك بباقي السوق، ونحن نتطلع إلى نمو هذا السوق الواعد.

هل يوجد وعي في السوق ؟

السوق بالنسبة لنا يتمثل في الشركات المساهمة حيث نعمل معا من خلال طرفين، فهم هدف اشتري منهم الصكوك وكذلك هم هدف. لي كمستثمرين كي يشتروا هذه الصكوك

هل واجهتكم صعوبة عند بدء عمل الشركة ؟

هدفنا هو تبسيط هذه الفكرة للسوق حتى يتمكن الشخص العادي من التعامل معنا مثلما فهموا من قبل مفهوم) المرابحة) فإنهم سيفهمون مفهوم (التوريق)

ما هي إستراتيجيتكم ؟

تتمثل إستراتيجيتنا في إستراتيجية المنتج الواحد، فمن السهل على أي واحد أن ينجرف وراء عروض الصكوك والتوريق وتتحول الشركة إلى محفظة مالية، إلا أننا نعمل جاهدين للتركيز على تخصص الشركة أي تكون شركة متخصصة في نشاط واحد ألا وهو التوريق، وأن تكون الاسم الأول في سوق عمليا ت التوريق فالتخصص لا يعني أن يضع الشخص نفسه في زاوية معينة ولكن هناك فروع كثيرة تخرج من هذا التخصص .

هل في رؤيتكم إنشاء شركات تابعة ؟

إذا كان يوجد في الخطة المستقبلية إنشاء شركة فممكن أن تكون شركة لها علاقة بالسوق الثانوية Secondary) (Marketوأن نكون لاعب رئيسي في هذا السوق

دور البنوك

بالنسبة للبنوك، ما هو دورها هل ممكن أن يكون لها دور في الصكوك ؟

لدينا بالكويت البنك المركزي وضع جدار فاصل بين العمل الإسلامي والتقليدي، ورأيي الشخصي ألا يكون هذا الجدار موجود لأن في النهاية البنوك التقليدية يوجد شيء يمنعها

من العمل في المجال الإسلامي ، فأنا هنا أروج للاستثمار الإسلامي

فالبنك التقليدي ينظر إلى هذه العملية من جهتين هما العائد والمخاطرة مثل أي بنك ينظر إلى أي عملية أخرى، فما المانع من هذا طالما لا يوجد مانع شرعي

فكلمة صكوك الآن ترن في أذن أي متعامل في أسواق العالم وقبل عشر سنوات هل سمعنا هذا المصطلح حتى بدت تسمى جميع العمليات وان كانت .إجارة او مرابحة في باطنها فإنها تسمى صكوك، ليضاف إليها ميزة أخرى أنها قابلة للتداول والتي تكون في بعض الأحيان محدودة، وكثيرا يعتقدون أن عملية الصكوك هي عملية واحدة، ولكن عملية الصكوك تختلف مثل طبيعة هيكل العملية التي تتم، فيوجد صكوك مشاركة، صكوك إجارة، صكوك استصناع، .وكل نوع يختلف عن الآخر .

وبالنسبة للبنوك التقليدية فخطتنا في مرحلة أخرى هي العمل على أسلمة الذمم المدينة .

لولا الحائل الموجود بالبنك المركزي لكان من الممكن أن يكون للبنوك التقليدية دورا أكبر في مجال الاستثمار الإسلامي؟

لقد عشت وعملت في البحرين وكان التعاون بين البنوك التقليدية والإسلامية مفتوح وكان أكثر تعاملنا في ذلك الوقت مع البنوك التقليدية، ونحن في النهاية مجتهدون في هذا المجال.

رساميل' تنظم الملتقى الأول لعمليات التوريق ٥ مارس الجاري

اعلنت شركة رساميل للهيكلة المالية انها تستعد لتنظيم الملتقى الأول لعمليات التوريق في الكويت في الخامس من شهر مارس

الجاري بمقر المركز العلمي الكويتي وذلك بحضور عدد كبير من المؤسسات المالية وشركات الاستثمار والتمويل الاسلامية والتقليدية.

وقال رئيس مجلس ادارة 'رساميل' منصور حمد المبارك بهذه المناسبة ان التوريق اكثر من مجرد عملية تمويل ويتمثل في تحويل الأصول الى أدوات استثمارية اهمها الصكوك مشيرا الى ما توفره من سيولة كبيرة للمؤسسات اوما يعرف بالتمويل خارج الميزانية.

واشار الى ان الشركة تهدف الى تحقيق عدد من الاهداف من وراء تنظيم هذا الملتقى، منها التعريف بمفهوم التوريق وفائدته وأهمية الاعتماد عليه، وكذلك تأثيره على ميزانيات الشركات فضلا عن ايضاح الاختلاف بين مفهوم التوريق ومفهوم التورق الذي يعني شراء سلعة بالاجل وبيعها نقدا 'التكييش.'

وذكر ان الملتقى سيشهد عبر فعالياته بحث ومناقشة العديد من القضايا المتعلقة بموضوع التوريق داخل الكويت والشرق الأوسط ومنها التطورات العامة لاسواق الصكوك والميكانيكية والاهداف والعوائد من التوريق والجوانب الشرعية وذلك بمشاركة عدد من الخبراء والمتخصصين في هذا المجال.

وأكد المبارك اهمية التوريق كونه يوفر فرصا كبيرة وضخمة وقانونية لإعادة تمويل الشركات خصوصا مع الشروط التي يضعها بنك الكويت المركزي على سقف الائتمان حيث يمكن للشركة من خلال التوريق ان تنجز عمليات قيمتها تعادل

اضعاف حجم رأسمالها وهوما سيضاعف من فرص الدخل والربح في المستقبل.

واضاف ان مفهوم التوريق اصبح اتجاها عالميا في العديد من الدول بما فيها الدول الغربية التي وجدت فيه مؤسساتها المخرج الناجح والعملي للتوسع في انشطتها دون الاخلال بقواعد التمويل الموضوعة من قبل المؤسسات الرقابية المحلية.

وحول صور عمليات التوريق اشار المبارك الى انه من الممكن تحويل أجزاء داخل أصل واحد الى توريق وهوما ينطبق على الانشطة المختلفة للشركات العقارية والتجارية وشركات تأجير السيارات والتمويل العقارية وتأجير الأصول والشركات التي لديها ذمم مدينة كما يمكن اجراء عملية التوريق في الجهة الواحدة اذا كان لديها أكثر من أصل وهوما يعتمد على الجودة وحجم التدفق النقدي.

الطواري

من جهته اشار نائب رئيس مجلس الادارة الرئيس التنفيذي عصام الطواري الى ان الشركات المحلية تتجه الى السوق العالمي للحصول على التمويل على الرغم من توافر السيولة الضخمة لدى العديد من المؤسسات المالية المحلية لاسباب عدة اهمها ان القواعد تمنع على اي مؤسسة تمويلية تقديم تسهيلات ائتمانية لشركة واحدة بما يزيد على ١٠ % من رأسمالها، موضحا ان التوريق يمكن ان يكون مخرجا للعديد من تلك الشركات للحصول على تمويلات من السوق المحلي.

وأكد الطواري ان رساميل هي الشركة الوحيدة المتخصصة في التوريق طبقا للشريعة الاسلامية في الكويت ومنطقة الشرق الاوسط مشيرا الى ان هناك تجارب فردية سابقة في الكويت والمنطقة على صعيد انجاز عمليات توريق اسلامية قامت بها مؤسسات لمرة واحدة ومنها بيت التمويل الكويتي مع سيتي بنك ودار الاستثمار مع شركة المنار للتمويل والاجارة في الكويت وشركة عبداللطيف جميل المحدودة لتجارة السيارات في السعودية وشركة تبريد في الامارات

وذكر ان صناعة التوريق أصبحت الأكبر في مجال أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، كما أصبحت عنصرا أساسيا في منح المستهلك الفرصة لتملك السكن والسيارات على سبيل المثال، وهي بالتأكيد 'فرصة جيدة للجميع.'

واوضح ان الشركة تسعى الى اقتناص الفرص الموجودة في السوق خصوصا ان عددا كبيرا من الشركات وصلت الى الحدود القصوى للاقتراض وتسعى لمزيد من التوسعات وتحتاج الى التمويل ومن خلال خدمة التوريق التى تطرحها رساميل يمكنها التوسع وتوفير التمويل اللازم دون الاخلال بالشروط والقواعد المتبعة.

واضاف ان الشركة تهدف الى التعريف بمفهوم التوريق لشركات الاستثمار والبنوك وقائمة طويلة من العملاء المحتملين, وحتى للاشخاص العاديين فالشركة يمكنها العمل مع العملاء خصوصا الشركات المساهمة كبائع للخدمة اومشتر لها.

واوضح ان رساميل توفر منتجات مبتكرة وفرصا بديلة الى النخبة من المستثمرين ممن يعرضون عن الاستثمار في أسهم الشركات أوعن الاستثمار المباشر في العقار، ويطمحون في الوقت نفسه الى تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تتوافر في الودائع المصرفية الثابتة وغيرها من المنتجات التي هي أقرب الى المخاطر منه الى العوائد المجزية. واشار الى ان الشركة تسعى الى اقتناص فرص الاستثمار المجزية بآجال قصيرة وطويلة، الى جانب الاستثمار في مزيج من الأصول المتنوعة بهدف تقليل عامل المخاطر الذي غالبا ما يواكب الاستثمار في الأصول الواحدة أوفي المحافظ الاستثمارية والقطاعات أحادية النشاط.كما ذكر الطواري ان رساميل تسعى وفي مضمار الأدوات المالية ذات العوائد الثابتة الى التكامل الرأسي والاستثمار في أسواق رأس المال وفق اعتماد دراسات تحليلية مستفيضة للمنظور الاقتصادي العام، والتركيز على قطاع السندات الاسلامية واصدارات الصكوك بالاضافة الى أنشطة استثمارية أخرى متوازية من أبرزها انشاء الصناديق الاستثمارية المتخصصة واعادة هيكلة رأس المال وتنميته والاستجابة الى متطلبات المحافظ الاستثمارية من خلال نشاط ادارة السيولة.

افتتاح المؤتمر الأول للتوريق في الكويت برعاية وزير التجارة

وزير التجارة: مزيد من الأدوات الاستثمارية والمالية لتطوير الاقتصاد الوطني

أكد وزير التجارة والصناعة م. فلاح الهاجري حرص الحكومة على تشجيع المؤسسات والشركات الاستثمارية والمالية عبر تطوير المزيد من الأدوات الاستثمارية والمالية اللازمة لدعم القطاعين المالي والاقتصادي.

جاء ذلك في كلمة أقاها نيابة عن الوزير وكيل وزارة التجارة والصناعة رشيد الطبطبائي بافتتاح الملتقى الأول للتوريق في الكويت الذي تنظمه شركة رساميل للهيكلة المالية تحت رعايته أمس، ان السلطة التنفيذية ممثلة بالوزارة تحرص دوما على دعم الأنشطة التي تستهدف زيادة الوعي بالعمليات والأدوات المالية الجديدة وبخاصة فيما يتعلق بالقطاع المالي الإسلامي الذي تحظى الكويت بمكانة خاصة فيه على المستويين الإقليمي والدولي، مشددا على سعي الوزارة الدائم لتهيئة الإطار القانوني والتشريعي والرقابي لتطوير القطاعين المالي والاستثماري في إطار تنفيذ الرغبة السامية لأمير البلاد بتحويل الكويت إلى مركز مالي إقليمي.

وأشار إلى أن الساحة المحلية شهدت تطورات تشريعية وتنظيمية وإجرائية عديدة في إطار سعي الحكومة لتحسين مناخ الاستثمار للقطاع الخاص المحلي والأجنبي في الكويت، ذاكرا ان الوزارة نجحت خلال الفترة الأخيرة في تعزيز مناخ الشفافية والمصارحة في علاقتها مع القطاع الخاص على مختلف الأصعدة تنفيذا لتوصيات الجهات الرقابية في الدولة، التي ترمي في النهاية إلى تحقيق المصلحة العامة ودعم نمو وتطور

الاقتصاد على أسس من العدالة ووفق المعايير المتعارف عليها في العالم المتقدم.

وقال الهاجري: إن الحكومة تشدد على رغبتها وسعيها المتواصل لتشجيع قيام المؤسسات المحلية بتقديم إصدارات ومنتجات مالية مبتكرة وجديدة وخصوصا في المجال الإسلامي الذي أثبتت فيه الكويت ودول الخليج ريادة واضحة على المستويين الإقليمي والدولي، موضحا في نهاية كلمته انه يوجد حرص دائم على التنسيق والتشاور مع الجهات الحكومية المعنية الأخرى في الدول وكذلك مع المستويات الاستثمارية والمالية المعنية فضلا عن التشاور المستمر مع المؤسسات المالية والاستثمارية الدولية ذات الصلة بشأن العديد من القضايا وأهمها المستجدات التي تعتزم إدخالها على البيئة التشريعية والإجرائية لما فيه مصلحة القطاع المالي والاستثماري بشكل خاص والاقتصاد الوطني بشكل عام

المبارك

من جهته اعتبر رئيس مجلس ادارة شركة رساميل للهيكلة المالية منصور حمد المبارك ان التوريق يمكنه تعزيز استثمارات المؤسسات في الكويت والمنطقة، فهو اكثر من مجرد عملية تمويل، خاصة انه يتمثل في تحويل الاصول الى ادوات استثمارية اهمها الصكوك، مختلفا عن التورق الذي يعني شراء سلعة بالاجل وبيعها نقدا، مشددا على انه يوفر فرصا كبيرة وضخمة وقانونية لاعادة تمويل الشركات خصوصا مع الشروط التي يضعها بنك الكويت المركزي على سقف الائتمان.. حيث

يمكن للشركة من خلال التوريق ان تنجز عمليات قيمتها تعادل اضعاف حجم رأسمالها وهو ما سيضاعف من فرص الدخل والربح في المستقبل.

واشار المبارك الى ان التوريق اصبح اتجاها عالميا في العديد من الدول بما فيها الغربية التي وجدت فيه مؤسساتها المخرج الناجح والعملي للتوسع في انشطتها دون الاخلال بقواعد التمويل الموضوعة من قبل المؤسسات الرقابية المحلية، موضحا ان صناعته اصبحت الاكبر في مجال اسواق رأس المال في الدول المتقدمة، كما اصبحت عنصرا اساسيا في منح المستهلك الفرصة لتملك السكن والسيارات وغيرها من متطلبات الحياة.

صور عدة

وذكر ان عمليات التوريق لها صور عدة وهو ما ينطبق على الانشطة المختلفة للشركات العقارية والتجارية وشركات تأجير السيارات والاصول وشركات التمويل العقارية والشركات التي لديها ذمم مدينة، كما يمكن اجراء عملية التوريق في الجهة الواحدة اذا كان لديها اكثر من اصل وهو ما يختلف بحسب الجودة وحجم التدفق النقدي، لافتا الى ان الشركات المحلية تتجه الى السوق العالمي للحصول على التمويل بسبب قواعد الائتمان المتشددة محليا، وذلك رغم توافر السيولة الضخمة لدى العديد من المؤسسات المالية المحلية، مشيرا الى ان التوريق يمكن ان يكون مخرجا للعديد من تلك الشركات للحصول على تمويلات من السوق المحلي دون الاخلال بالشروط والقواعد المتبعة وبما

يؤدي في النهاية الى زيادة القدرات الاستثمارية لدى تلك المشروعات للدخول في المزيد من المشروعات.

وقال المبارك 'رساميل تطرح هذه الخدمة وتوفر منتجات مبتكرة وفرصا بديلة الى النخبة من المستثمرين ممن يعرضون عن الاستثمار في اسهم الشركات او عن الاستثمار المباشر في العقار، ويطمحون في الوقت نفسه الى تحقيق عوائد اعلى من تلك التي تتوافر في الودائع المصرفية الثابتة وغيرها من المنتجات، والتي هي اقرب الى المخاطر منها الى العوائد المجزية، مشيرا الى انها الشركة الوحيدة المتخصصة في التوريق طبقا للشريعة الاسلامية في الكويت ومنطقة الشرق الاوسط

الطواري

اما نائب رئيس مجلس الادارة الرئيس التنفيذي لشركة رساميل عصام الطواري فدعا الى الاستفادة من خدمة التوريق في تعزيز نشاط الشركات وفق احكام الشريعة الاسلامية، مشيرا الى ان 'رساميل' اطلقت عمليات التوريق أخيرا بعدما شهدت الساحة المحلية تطورات عديدة تؤكد الحاجة لها ومنها النمو الكبير في مؤشرات النشاط المالي الاسلامي والاحتياجات التمويلية والاستثمارية المتزايدة للشركات والمؤسسات، مع تحسن في مستوى البنى التحتية اللازمة لانجازها ونجاحها، مضيفا ان تعزيز نظم الافصاح والشفافية لدى الشركات العاملة في السوق، والتطوير المستمر لآليات ونظم الرقابة من قبل بنك الكويت المركزي، وكذلك تطوير نظم وطرق اعداد الحسابات المالية

للشركات اسهمت ايضا – وبشكل كبير – في تهيئة العمل لعمليات التوريق.

نواقص

ورأى الطواري ان بيئة العمل لا تزال فيها نواقص يمكن معالجتها بتدخل حكومي فعال، خصوصا اذا ما كنا جادين في تشجيع المؤسسات الوطنية على قيادة سوق التوريق الواعد في المنطقة ومن اهم مطالب المؤسسات المالية المحلية في هذا السياق وضع اطار قانوني للعمليات المستحدثة مثل التوريق حتى يمكننا الوصول الى انشاء سوق ثانوي فعال وكذلك التشجيع المستمر لابتكار المنتجات المالية

ولفت الى ان شركات المحاصة، التي يرى البعض انها يمكن ان تفي بالغرض في مجال التوريق، غير مسجلة في وزارة التجارة والصناعة، كما انها غير ملائمة لطبيعة عمليات التوريق وحجم النشاط الذي يمكن ان يصل الى مئات الملايين، فضلا عن ان تلك الشركات لا يمكن استدعاء تقييم لها من قبل مؤسسات التقييم الدولية مثل موديز وستاندرد آند بورز وغيرهما وهو شرط شبه ضروري لممارسة نشاط التوريق وفق اسس عملية وموضوعية سليمة، مطالبا مجلس الامة بالقيام بدور اكبر في تطوير التشريعات الاقتصادية واقرار ما هو عاجل منها في الامد القصير لاسيما ان تشريعات عديدة مازالت حبيسة الادراج من سنوات طويلة.

تفعيل التشريعات

وكان كل من رئيس مجلس الادارة لـشركة رسـاميل للهيكلـة المالية منصور حمد المبارك، ونائبه الرئيس التنفيـذي عـصام الطواري عقدا قبل افتتاح الملتقى مؤتمرا صحفيا صباح امـس اكدا فيها ضرورة تفعيل التشريعات وتحريكها ليس فقط لانجاح معاملات التوريق ولكن لخدمة وتطوير باقي الادوات الاقتصادية لتكون الكويت مركزا ماليا وتجاريا ومركز اوليا لعمل التوريق، مشيرين الى ان حجم التمويل لدى المؤسسات الاسـلامية فـي الكويت يتجاوز المليارات لذا ستكون الفرص اكبر.

سوق الصكوك

اهمية سوق الصكوك الاسلامية باعتبارها احدى اهـم الادوات الاستثمارية الاسلامية التي تجريها البنوك الاسـلامية. تناولهـا المدير التنفيذي لشركة SHAPE المالية التابعة لمجموعة الشايع الدولية عبدالقادر طوماس في ورقته 'سوق الـصكوك :النمـو السريع في مواجهة التحديات' حيث قال ان هذه العمليـة تعـد احدى اهم الادوات التي تتبعها البنوك الاسلامية من اجل تنويع محافظها الاستثمارية من جهة، وتقليل مخاطر رأس المال مـن جهة اخرى، باعتبارها وسيلة مالية مهمة لاسـتثمار الفـوائض المالية المتولدة في البنوك الاسلامية، موضحا ان اتفاقية بازل ٢ اقرت اهمية التوريق باعتباره احدى اهم آليات التمويل الاسلامية في الوقت الحاضر

فرص جيدة وبيئة مواتية

أكد عصام الطواري ان الفرص المواتية عديدة وبيئة العمل في الكويت مواتية لنشاط التوريق بشكل كبير بفضل مجموعة من العوامل أهمها:

هذا النوع من الاستثمار لا يحتاج الى أموال، بل يحتاج الى بيئة مناسبة من النواحي القانونية والإجرائية، وإلى لاعبين رئيسيين يمتلكون الخبرة والقدرة على العمل والابتكار لتعزيز نمو التوريق وانتشاره

التوريق يمتلك جاذبية خاصة، حيث انه يوفر فرصة استثمار أفضل من الوديعة من حيث العائد في سند إسلامي مأمون وقابل للتداول.

الكويت تتمتع باستقرار سياسي في ظل نظام ديموقراطي راسخ ومحمي، اضافة الى نظام قضائي عادل ومحترم يوفر الاطمئنان للراغبين في دخول المجال.

الكويت دولة نفطية تمتلك فوائض مالية ضخمة ولديها مميزات الموقع الجغرافي والاتصال السريع بالأسواق المستهدفة في العالم الإسلامي.

الكويت رائدة في العمل المالي الإسلامي في المنطقة، خصوصا مع وجود حوالي ٣٠ مؤسسة مالية إسلامية كبرى.

الشرعي والحرام في التوريق

حول المنظور الشرعي لعملية التوريق قال عضو هيئة الرقابة الشرعية في شركة رساميل الشيخ عبدالستار القطان في 'المنظور الشرعي لعمليات التوريق' ان قرار مجمع الفقه

الاسلامي ينص على ان فكرة صكوك الاجارة تقوم على مبـــدأ التصكيك (التسنيد او التوريق) الذي يقصد بـــه اصـــدار اوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يـــدر دخـــلا، مشيرا الى ان الهدف منها يقوم على تحويل الاعيـــان والمنـــافع التي يتعلق بها عقد الاجارة الى اوراق مالية (صكوك) يمكن ان تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوي وعلى ذلـــك تـــم تعريفها بأنها 'سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شـــائعة ملكية اعيان او منافع ذات دخل.

واشار القطان الى انه يجوز اصدار صكوك تمثل ملكيـــة الاعيان المؤجرة وتداولها - إذا توافرت فيها شروط الاعيـــان التي يصح ان تكون محلا لعقد الاجارة - كعقار وطائرة وباخرة ونحو ذلك، ما دام الصك يمثل ملكية اعيان حقيقية مؤجرة، ومن شأنها ان تدر عائدا معلوما، وبالنسبة لمشروعية التوريق اشـــار الى القرار رقم ١٧ حول معيار صكوك الاستثمار الصادر عن المجلس الشرعي ل AAOIFIوالذي يجيز تصكيك (توريـــق) الموجودات من الاعيان والمنافع والخدمات وذلك بتقسيمها الـــى حصص متساوية واصدار صكوك بقيمتها اما الديون في الـــذمم فـــلا يجـــوز تـــصكيكها) توريقهـــا) لغـــرض تـــداولها. وعن الاصول المحرم شرعا دخولها في عمليات التوريق اشار القطان الى انها تتضمن الديون المحرمـــة كـــديون القـــروض الربوية والاصول المحرمة كمصانع الخمـــور وغيرهـــا مـــن المحرمات والمنافع والخدمات المحرمة كالكازينوهات والاندية الليلية، بينما قال حول الضوابط الهيكلية لعملية التوريق بأنه لا

يجوز ان يكون المستفيد من عملية 'التوريق' مؤسسة تمارس اعمالا محرمة كالبنوك وشركات الاستثمار التقليدية، ويستثنى من ذلك المؤسسة التي في طور التحول للالتزام باحكام الشريعة، وباستثناء ان تكون المؤسسات التقليدية هي المستفيد لا مانع شرعا من وجود مؤسسات تقليدية ضمن عملية التوريق، ما دامت تقوم باعمال وخدمات جائزة شرعا كما انه يجب مراعاة المتطلبات والآليات الشرعية في الهيكلة بحسب طبيعة الاصول التي يتم توريقها.

آليات التوريق

في ورقته المعنونة ب'آلية عملية التوريق 'اوضح مستشار شركة رساميل للهياكل المالية عبدالله العثمان، ان العملية التي تتم بها عملية التوريق لها منهجية عمل معينة، مشيرا الى ان هناك ثلاثة اتجاهات محفزة للسوق للاخذ بسياسة التوريق في المستقبل، الاول يتمثل في المشكلة التي تواجه مؤسسي الشركات والمستثمرين في ادارة التدفقات النقدية والبحث عن فرص استثمارية طويلة الاجل وفي هذا الصدد تعد عمليات التوريق حلا جزئيا امامهم والوصول الى الوقت الملائم للحصول على السيولة المالية اللازمة، وعن الاتجاه الثاني اشار العثمان الى ان التوريق يعد احدى الادوات المالية التي تساعد المستثمر على تقليل المخاطر التي تواجه المشروع من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية التي تواجه المشروع على المدى الطويل، اما الاتجاه الثالث فهو ان عملية التوريق تعد من

العمليات التمويلية المهمة التي من خلالها يستطيع المستثمرون واصحاب المشاريع الحصول على الارباح في الوقت الملائم.

أداة التمويل الأسرع والأكبر في العالم

قال المدير المساعد في إدارة التوريق والسندات في بنك HSBCمحمد أساريا ان عمليات التوريق تعد اسرع وأكبر اداة تمويل في سوق رأس المال العالمي، حيث تعدت حاجز ال ٥ تريليونات دولار وفقا لاحدث التقديرات المالية المتاحة كما ان حجم الاصدار في اوروبا والشرق الاوسط وشمال افريقيا يصل إلى ٦٠٠ مليار دولار. واوضح أساريا ان فوائد التوريق بوصفه اداة تمويل اسلامية في العناصر التالية:

خضوعها لاحكام الشريعة الاسلامية، خفض تكلفة الدين وتكلفة رأس المال كما ان التوريق يعد اداة تمويل لا تحمل أي اثار جانبية سلبية على بيئة الاعمال وبالتالي على المستوى الاقتصادي ككل كما انها تعد وسيلة لزيادة حجم الاصول وزيادة قدرتها المترتبة على التزامات الشركة، كما انها تعد وسيلة مهمة لتنويع مصادر رأس المال، مشيرا الى ان عملية التوريق يمكن ان تخلق اثرا ايجابيا على وضع المؤسسة بصورة عامة داخل السوق المالي.

يعمل في التوريق والهيكلة المالية إدارة الاستثمارات والخدمات الشرعية

المبارك: "رساميل" الكويتية تسعى لتأسيس سوق ثانوية للتمويل المحلي

كشف رئيس مجلس الإدارة لشركة رساميل الكويتية للهيكلة المالية منصور المبارك، عن سعي شركته لتأسيس سوق ثانوية للتمويل يستوعب جميع متطلبات العملاء والأفراد والشركات بما يحقق لها التنوع في الأنشطة بدءاً من التوريق والهيكلة المالية إلى إدارة الاستثمارات والخدمات الشرعية. ويضطلع بهذه السوق فريق متخصص على دراية بجميع التطوارت في سوق الاستثمار الإسلامي والتمويل على الصعيدين المحلي والعالمي

وقال المبارك في الجمعية العمومية للشركة، التي أورد تغطية لوقائعها الصحفي شريف حمدي بجريدة "السياسة" الكويتية اليوم الاحد ٣-٦-٢٠٠٧، إن أرباح الشركات الحديثة غالباً ما تكون محدودة إن لم تحقق خسائر إلا أن هذا المفهوم اختلف مستدلاً على ذلك بنجاح الشركة في تحقيق صافي أرباح حتى نهاية مارس/آذار الماضي، بلغت ١,٢١٠ مليون دينار (الدولار يعادل ٠,٢٨٨ دينار) بنسبة ٤٢% من إجمالي الإيرادات، وبمعدل ربحية للسهم يساوي ٤,٠٣ فلس مقارنة بمعدل ربحية للسهم يقدر بنحو 1.83 فلس.

ونوه المبارك خلال الجمعية التي انعقدت أمس بحضور ٧٦% من المساهمين، إلى أن البيانات المالية أظهرت وجود سيولة نقدية كودائع لدى البنوك المحلية. لافتاً إلى أن تلك السيولة كانت مستثمرة في استثمارات سائلة متوسطة الأجل.

وأضاف "هذه السيولة استحقت في نهاية مارس/آذار ٢٠٠٧ مما أظهرها كسيولة لدى البنوك وذلك ضمن سياسة استثمارية متحفظة لحين الانتهاء من العمليات تحت الدراسة."

من جهته قال نائب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي عصام زيد الطواري إن الشركة هي أول شركة كويتية متخصصة في أنشطة التوريق والهيكلة المالية التي باتت من أكثر القطاعات جاذبية للمستثمرين على المستويين المحلي والعالمي.

وكانت الجمعية العمومية صادقت على الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر عن السنة المالية الأولى, كما وافقت على اقتراح مجلس الإدارة بعدم توزيع أرباح.

المبحث الثالث

التوريق في العراق

التوريق وديون المتعثرة في العراق

شهد النظام المصرفي في العراق ارتفاعاً ملحوظاً في حجم الديون المتعثرة او المشكوك في تحصيلها لدى كل المصارف الحكومية والأهلية، وبسبب الظروف الإستثنائية التي مرت بها البلاد بعد سقوط النظام، وحسب بيانات البنك المركزي العراقي، فقد بلغت نسبة الديون المتأخرة التسديد لدى مصرف الرافدين نحو ٥٠% في نهاية عام ٢٠٠٣ مقابل ٣٢,٦% عام ٢٠٠٢، فيما بلغت لدى مصرف الرشيد نحو ٢٥% ولم تستثن المصارف الأهلية من تلك الظاهرة، فشهدت هي الأخرى إرتفاعاً ملحوظاً في هذا النوع من الديون، فبلغت نحو ٢٠% لدى مصرف بغداد، ونحو ٣٠% لدى المصرف الأهلي العراقي.

مفهوم الديون المتعثرة:- يقصد بالديون المتعثرة تلك القروض لتي تعرضت إتفاقيات دفعها بين المصرف والزبون إلى مخالفات أساسية نتج عنها عدم قدرة المصرف على تحصيل القروض وفوائدها، الأمر الذي يجعل من إحتمالية خسارة المصرف لتلك القروض مرتفعة.

وساهم في إتساع نطاق هذه الظاهرة حالة الفساد الإداري والمالي في عمليات منح القروض التي سهلت من مهمة إختراق، القواعد والقوانين المنظمة للعمل المصرفي، فضلا عن ارتفاع درجة التركيز في قروض الجهاز المصرفي، حيث حصل عدد محدود من االعملاء على اكثر من ٤٠% من تلك القروض التي

قدمها هذا الجهاز مع تراجع ضمانات العينية والضمانات المرتبطة بقوة المركز المالي للمشروع الممول من البنك.

طرق معالجة الديون المتعثرة: المعالجة التقليدية لمثل هذا النوع من القروض، تتم من خلال تسييل الضمانات او الرهون، وخاصة الضمانات من العقارات والمباني والمواد المنقولة كلابضائع والآلات والمعدات، وقد تلجأ بعض المصارف إلى المساهمة في رأس مال الشركة المدينة بقيمة الديون التي بذمتها لغرض تحصيل الدين إعبتاره استثماراً جديداً.

غير ان مايهم المصرف فعلا هو إسترجاع مبلغ القرض وليس تصفية الضمان المرهون، فهو لايريد ان يمتلك المشروع او تصفيته تسديداً لدينه، بل انه يطمح ان تستمر المشاريع بالعمل بنجاح حتى ينتعش النشاط الإقتصادي والتجاري، وفي سبيل الجمع بين هذين الهدفين، والحد من الآثار السلبية للديون المتعثرة ابتكرت المصارف التجارية في العديد من دول العالم آلية جديدة لمعالجة في تحصيل الديون المتعثرة سميت بتوريق الأصول.

فقد شهدت اسواق التمويل الدولي خلال السنوات التسع الماضية نمواً ملحوظاً كماً ونوعاً في الديون القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية وغير مالية لاسيما المصارف منها، واصبح التوريق وسيلة اساسية لدى هذه المؤسسات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الاصول غير السائلة الى اصول سائلة، وقد تطورت أسواق التو ريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة لاسيما تلك التي تتصل بقطاع تمويل المستهلكين.

الجذور التاريخية لعملية التوريق:- ظهرت الجذور الأولى لعملية التوريق مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام ١٩٨٢م في معظم الدول النامية وتدارس الحلول

الملائمة لتلك المشكلة، وكان من ابرز تلك الحلول (خطة برادي) التي اقترحت تحويل الديون الخارجية الى سندات والتي أدت الى قيام المكسيك بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ثلاثين عاماً ضمنتها الخزينة الأمريكية عن طريق إصدار سندات بدون فوائد لصالح المكسيك وقام بتمويل هذه العملية البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وذلك مقابل قيام المكسيك بتنفيذ برنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه، كما وجدت عملية التوريق جذورها كذلك في مسايرة التبدل الجذري الحاصل منذ الثمانينيات في أسلوب التمويل الدولي حيث تم التحول وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي الى صيغة الأوراق المالية لاسيما السندات منها وهكذا أصبح القرض المصرفي مجرد تمويل جسري أو معبر مؤقت Bridging إلى حين تسمح السوق للمقترض بتأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية وغيرها من إصدارات الأوراق المالية، مع العلم بأن عمليات التوريق كانت بداية انطلاقها من الاسواق الأمريكية من أجل تمكين المصارف من التخلص من القروض الإسكانية غير السائلة ثم سرعان ما طالت البطاقات الائتمانية ثم تطورت ظاهرة التو ريق في المملكة المتحدة وعدد من الدول الأوروبية الاخرى كوسيلة حيوية لمواكبة عملية تحرير وتوحيد أوروبا و ايضاً الوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال الدولية حيث عملت المصارف على تحرير الرساميل المجمدة في أصول غير سائلة.

وفي فرنسا عولت الحكومة على عمليات التوريق كأداة لتمكين المصارف من إدارة موارد ميزانيتها العمومية بشكل أفضل وأيضا لدعم التمويل المصرفي لأغراض السكن وتقليل كلفة إقراض المستهلكين، وسرعان ما انتشرت عمليات التو ريق في أسواق دول أخرى مثل كندا واستراليا ونيوزلندا والسويد.

المبحث الرابع
التوريق فى لبنان

إصلاح النظام المالي في لبنان عبر تطبيق عمليات التوريق أو التسنيد

جشي: "التوريق هو التحديات والفرص للمؤسسات المالية العربية"

كثر الكلام في هذه الأيام عن موضوع التوريق والتسنيد. وهما مصطلحان للمعنى ذاته الذي هو عبارة عن تحويل موجودات غير سائلة الى أوراق مالية.

في السنوات الأخيرة، قام لبنان بتحديث الهيكلية التشريعية والتنظيمية التي ترتكز عليها عمليات قطاعه المصرفي والمالي؛ فقد تمّ، منذ العام١٩٩٤، إقتراح وإصدار عدة قوانين هامة تنظّم عمل النشاط المالي والمصرفي بمجمله، وكذلك تنظيم وسائل وأنظمة الدفع في لبنان وتطوير ووضع قوانين للأدوات المالية وتداولها وتنظيم الوساطة المالية. وبالرغم من هذه التطورات التشريعية التي عزّزت القدرة المؤسساتية، فهناك ثلاثة مشاريع قوانين هامة تنتظر موافقة السلطة التشريعية، وهي:

- مشروع القانون المعني بتنظيم أسواق رأس المال، الذي رفع الى مجلس الوزراء في شباط ١٩٩٩، ومن شأنه أن ينشئ أسواق مال (بورصة) تدار من قبل القطاع الخاص تحت إشراف مؤسسة مستقلة، أي هيئة رقابة الأسواق.

- مشروع القانون المعني بتنظيم هيئات الإستثمار الجماعية.

- مشروع القانون المعني بالتسنيد.

والمشروعان الأخيران هما حالياً قيد الدرس لدى اللجان المختصة في مجلس النواب.

ونظراً لما تواجهه الدول النامية ولا سيما لبنان, من تحديات كبيرة قد تؤثر على النمو الإقتصادي فيها, ليس أقلها كلفة رأس المال والمديونية العامة المتزايدة وافتقارها الى أسواق مالية فاعلة؛ كان لا بد من تسليط الضوء على مفهوم ما يسمى بتسنيد أو توريق الديون, وعلى أهمية وسبل تطبيقها في الأسواق المالية, وعلى خصائص هذه العمليات والمخاطر الناتجة عنها. ولتوضيح هذه الأمور, التقت مجلة "الجيش" الخبير المالي والإقتصادي الدكتور أحمد جشي (أستاذ محاضر في الجامعة الأميركية اللبنانية), كما استندت الى دراسة حول هذا الموضوع أعدها الوزير السابق والنائب الأول لحاكم مصرف لبنان الدكتور ناصر السعيدي, والدكتور نصري أنطوان دياب.

الخبير المالي والإقتصادي الدكتور أحمد جشي تحدث عن مفهوم التوريق أو التسنيد, فقال أن الدول النامية تواجه تحديات كبيرة قد تؤثر على النمو الإقتصادي فيها, ليس أقلها إرتفاع كلفة رأس المال والمديونية العامة المتزايدة وافتقارها الى أسواق مالية فاعلة. أمام هذا الواقع, شرعت هذه الدول بالبحث عن السبل الكفيلة لمواجهة هذه التحديات ومن بينها عملية تسنيد الديون أو التوريق.

فالتوريق أداة مالية يتم من خلالها الإقتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية, المحلية منها والعالمية. والتوريق إصطلاحاً هو عبارة عن تجميع موجودات متشابهة ذات طبيعة غير سائلة ونقل حيازتها الى منشأة ذات غرض خاص, تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية لها حق في هذه الموجودات بعد الحصول على تصنيف ائتماني. أما إختصاراً, فهي عملية تحويل تدفقات نقدية مستقبلية الى تدفقات نقدية حالية.

وقد حصلت أول عملية توريق في الولايات المتحدة الأميركية في مطلع السبعينات حيث تم تسنيد عدد من القروض السكنية, ثم توالت بعدها الإصدارات حتى مطلع الثمانينات, تاريخ حصول أول عملية توريق خارج الولايات المتحدة وبالتحديد في المملكة المتحدة. ولم يتم إستخدام هذه الأداة المالية خارج الدول الصناعية إلا بعد العام ١٩٩٥. وقد اقتصرت عمليات التوريق بين الفترة الممتدة من العام ١٩٧٠ ولغاية العام ١٩٩٠ على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية, ثم توسعت بعدها لتشمل معظم التدفقات النقدية.

وقد عمدت المؤسسات المالية العالمية الى تسنيد بعض موجوداتها لأسباب عديدة أهمها:

- تحرير رأس المال المرتبط بهذه الموجودات.
- الحصول على تمويل بشروط أفضل.
- تصحيح الخلل الناجم عن التفاوت بين تواريخ استحقاق كل من الموجودات والمطلوبات.

- تحويل المخاطر الإئتمانية للديون الى طرف ثالث عن طريق المشتقات الإئتمانية, عوضاً عن النقل المباشر للملكية لما يترتب عليه من أكلاف قانونية.

وبذلك, استطاعت هذه المؤسسات, من خلال تجزئة عملية الإقراض وتفكيك المخاطر المرتبطة بها, من إدارة المخاطر بطريقة أكثر فاعلية. وبالرغم من المساهمة الفاعلة لعمليات التوريق في تطوير ونمو أسواق رأس المال العالمية, إلا أنها ما زالت محصورة بغالبيتها بمؤسسات وأسواق الدول الصناعية.

- ما هي منافع التوريق في الدول النامية وما هي العقبات التي تواجه هذه العملية؟

لقد أظهرت عملية التوريق جدواها في الدول النامية في تحقيق الأمور التالية:

- تأمين التمويل الطويل الأجل من الأسواق المالية العالمية بتكلفة أقل.

- تأمين التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- تأمين مصادر تمويل جديدة للدين بتكلفة أقل.

فالمؤسسات المالية في الدول النامية تعاني من عدم القدرة على الإقتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية العالمية, نظراً للتصنيف السيادي المتدني للدولة التي تنتمي إليها وبالتالي لتصنيفها هي. وقد عمدت بعض المؤسسات المالية الى تسنيد بعض موجوداتها كوسيلة لتحسين تصنيفها الإئتماني وفصله عن

التصنيف السيادي للدولة. وقد أتاح هذا النوع من العمليات تأمين قروض سكنية لذوي الدخل المحدود في غياب قدرة الدولة على التمويل, وإحجام المؤسسات المالية في ظل مخاطر مرتفعة لهذا النوع من القروض.

وبالرغم من مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الإقتصادية وخلق فرص عمل, إلا أنها لا تزال تعاني من إمتناع المصارف التجارية عن إقراضها للمخاطر الكبيرة المحيطة بها. نتيجة لذلك, ومن أجل دفع هذه المصارف نحو تمويل المؤسسات الصغيرة وتخفيض كلفة الإقتراض, قامت بعض الدول بإنشاء مؤسسة تعنى بضمان القروض الصغيرة, ما ساهم في إطلاق عمليات تسنيد واسعة النطاق وفي قيام المصارف التجارية بتمويل المؤسسات الصغيرة بعد تدني مخاطر التسليف المحيطة بها.

أما بعض الدول النامية, وفي ظل إرتفاع مديونيتها العامة وإفتقارها لمصادر تمويل من الأسواق العالمية, فقد شرعت الى تسنيد إيراداتها الخارجية حيث تم إيداع هذه التدفقات النقدية في حسابات تراست في الخارج, ما أزال مخاطر التخلف عن الإيفاء بالدين وأدى الى تحسين التصنيف الإئتماني المرتبط بهذه العمليات.

وتجدر الإشارة الى أنه بالرغم من الأزمات المالية المتكررة لبعض الدول التي قامت بتسنيد إيراداتها الخارجية وتخلف بعضها عن الإيفاء بديونها, إلا أنه لم تسجل لتاريخه أي حالة تخلف عن الإيفاء بالدين المرتبط بعمليات التوريق.

- هل أن ايجاد بيئة ملائمة لعمليات التوريق ضروري لإنجاحها؟

- بالرغم من أهمية التوريق في عملية التنمية وتطوير أسواق رأس المال, إلا أن نجاح هذه العملية مرهون بتوفير العناصر التالية:

- إنشاء وتطوير أسواق المال الأولية والثانوية للأدوات المالية والأساسية, كسندات الخزينة, التي من دونها لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية أو تعزيز السيولة. ففي غياب المعلومات حول "منحى العائد" لا يستطيع المستثمر إحتساب التوقعات المستقبلية لمعدلات الفائدة وبالتالي تحديد أسعار الأوراق المالية المختلفة. وتجدر الإشارة الى أن عملية تطوير أسواق السندات والأوراق المالية تتوقف على رغبة الحكومات في ذلك. ففي بعض الدول النامية التي تعاني من مديونية عامة مرتفعة, تلجأ الحكومات الى الإقتراض الكثيف الذي يؤدي الى تقليص إقتراض القطاع الخاص وتقييد المنافسة, وبالتالي الى عدم نمو هذه الأوراق وعدم فاعليتها ما يلحق الضرر بكل من المستثمر والمقترض على حد سواء في المدى البعيد.

- وضع إطار قانوني مناسب: إن أحد أهم المعوقات أمام نجاح عملية التوريق في الدول النامية هو غياب الإطار القانوني الذي يعالج الأمور التالية:

- الفصل القانوني للموجودات موضوع التوريق عن سائر أصول المؤسسة التي أنشأت هذه الموجودات.

- كيفية إتمام عملية نقل الموجودات من إحلال دائن محل آخر أو التنازل عن الممتلكات لصالح الدائنين أو إستبدال سند دين بآخر. فلكل من هذه الوسائل تعريفه القانوني الخاص به وإلتزاماته القانونية المتعلقة به.

- إمكانية إسترداد التجهيزات والمعدات في حالات التخلف عن الإيفاء بالدين من دون الرجوع الى المحاكم.

- تحسين معايير المحاسبة العامة وتأمين الشفافية: إن توفير الحد الأدنى من الإفصاح يتيح للمستثمر تقييم عائد ومخاطر الإستثمار ويزود الجهات الرقابية بالمعلومات الوافية لتطبيق ضوابط إدارية متينة, فضلاً عن المساعدة في الحصول على تصنيف إئتماني أفضل.

- إعتماد التصنيف الإئتماني الصادر عن مؤسسات دولية: حيث يتم التصنيف بطريقة متساوية لكل أنواع الأدوات المالية حول العالم, فتكون مثلاً نسبة الخسارة المتوقعة لسند مصنف BBB في ألمانيا هي نفسها لسند مصنف BBB في دولة نامية.

- التشريع الضريبي: وجوب عدم إعطاء حوافز ضريبية متفاوتة لأشكال التمويل المختلفة, حتى لا يصبح الحافز الضريبي المحرك الأساسي لعمليات التوريق.

- معالجة تأثير ازدواجية الضريبة وإختلاف السلطات القضائية على عمليات التسنيد التي تجري في الأسواق المالية العالمية.

- التخفيف من الأعباء التي ترتبها رسوم تسجيل ونقل الموجودات ورسم الإصدار وغيرها من الرسوم التي غالباً ما ترافق عملية التوريق.

مقتطفات من دراسة أعدها الدكتور ناصر السعيدي والدكتور نصري دياب تحت عنوان "تسنيد الموجودات سوق وفرص جديدة في لبنان", أعد الدكتور ناصر السعيدي والدكتور نصري دياب دراسة حول الموضوع, نقتطف بعضاً منها.

- **التسنيد وأسواق رأس المال اللبنانية:**

تستمد عملية التسنيد في لبنان أهميتها من العاملين التاليين:

أولاً: كونها تشكل أداة مالية جديدة تستطيع إجراء تحول في السوق السكنية والعقارية بإنشاء سوق للقروض العقارية, وتأمين موارد وسيولة جديدة طويلة الأجل لتمويل الإسكان, بالاضافة الى سائر الاستخدامات, كتسنيد قروض المصارف التجارية, وقروض السيارات, وإيرادات بطاقات الإئتمان, وقروض الإيجار التمويلي الخاصة بالتجهيزات على أنواعها, وغير ذلك.

ثانياً: إمكانية جعل لبنان مركزاً إقليمياً لعمليات التسنيد. إن اعتماد البنية التشريعية والرقابية الملائمة لتسنيد الموجودات يتيح للبنان أن يكتسب ميزة مقارنة بالنسبة الى سائر البلدان العربية التي لا توجد لديها تشريعات كهذه, والتي يمكنها أن تستخدم أسواقنا المالية. وبهذا يكون لبنان قد حذا حذو مدينة دابلن (Dublin) ومدينة هونغ كونغ (Hong Kong) , وقد استطاعت كل منهما إنشاء سوق للتسنيد نشطة وناجحة. والواقع

أنه من الممكن لعمليات التسنيد والخصخصة أن تؤدي الى نهضة في بورصة بيروت».

- التسنيد وتمويل البنية التحتية:

من الممكن، في لبنان والبلدان النامية، أن يكون التسنيد بواسطة أوراق مالية مدعومة بموجودات مستخدماً بشكل متنوع في مشاريع التنمية والإستثمار في البنية التحتية، علماً بأنه يوجد في لبنان عدد كبير من مشاريع البنية التحتية التي تتطلب تطويراً وتمويلاً. وتشمل هذه المشاريع الطرق والجسور والكهرباء، وخطوط أنابيب النفط والغاز وخطوط أنابيب أخرى، والبنية التحتية للإتصالات السلكية واللاسلكية كالاتصالات على الموجة الواسعة، وغير ذلك من البنى التحتية الأساسية. ومن الممكن تمويل مثل هذه المشاريع باستخدام تقنية التسنيد.

- التسنيد والمصارف:

تستطيع المصارف التجارية إعادة هيكلة محافظ قروضها عن طريق التسنيد. فالقروض غير المنتجة أو المشكوك فيها يمكن تجميعها وبيعها لصناديق استثمار منشأة خصيصاً لهذه الغاية، مع تأمين ضمانة إضافية ملائمة، وطمأنة المستثمرين الباحثين عن إستثمارات ذات عائد مرتفع. وتتيح عملية التسنيد للمصارف أن تسعر قروضها وفق شروط ومخاطر السوق. وهذه من متطلبات ومبادئ "لجنة بال" التي تطالب بتقييم المخاطر في المحافظ المالية والتسليفات لدى المصارف (Value at Risk) , كما تتيح لها أن ترفد ميزانيتها العمومية بالسيولة. وبالتالي، من الممكن للأوراق المالية

المدعومة بموجودات أخرى, في حال وجود إطار تشريعي صحيح وتكاليف غير مفرطة, أن تنشئ قيمة وتكون مجدية لدى الجهات المصدرة ولدى المستثمرين.

- **أسواق مالية جديدة في لبنان:**

إن إقرار مشروع قانون تسنيد الموجودات إضافة الى مشروع القانون المعني بتنظيم هيئات الاستثمار الجماعية وتوفر تقنيات التسنيد, سيعود بمنافع عديدة على الإقتصاد اللبناني خصوصاً على القطاع المالي وقطاع الإسكان ويطلق سوقاً جديداً هو سوق الرهونات (Mortgage Market) ما يؤدي الى زيادة نسبة السيولة في هذه الأسواق, والى تدفقات مالية جديدة وتمويل طويل الأجل, إضافة الى إعطاء لبنان والأسواق المالية اللبنانية ميزة تفاضلية تجعله يطوّر ويستخدم تقنيات التسنيد الحديثة.

إن الفراغ التشريعي الحالي على صعيد عمليات التسنيد في لبنان يدفع بالشركات المعنية الى اللجوء الى بلدان أخرى للإستعانة بتشريعاتها في هذا المجال, ما يؤدي الى تخفيض حجم إستثماراتها في لبنان وحتى إنعدامها, وإن تنظيم هذه العمليات في لبنان سوف يشجع الشركات على القيام بها محلياً ويسمح بالقيام برقابة محلية فعّالة عليها, ما يتيح له أن يصبح مركزاً إقليمياً لسوق تسنيد الموجودات للقطاع الخاص والقطاع العام

الخاتمة

مفهوم التوريق :- مصطلح التوريق في ابسط صوره هو الحصول على الأموال بالاستناد الى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة.وبذلك يضمن نظام التوريق تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي

الى آخرين أو تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول . Marketable Securities و يجب ان تتمتع الديون المراد توريقها بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين ،وهذا يتطلب توافر ميزات مهمة للديون المؤهلة للتوريق كالسجل التاريخي الجيد الذي يشهد بالانتظام في السداد مما يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الأصلي وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزاماتهم لدى الدائن الأصلي بانتظام، مما يثبت انه ليس من المتوقع ان يعانوا من تعثر في السداد خلال فترة التوريق مع تحقيق دخل مستمر ومنتظم للديون طوال فترة البرنامج .

دوافع عمليات التوريق:- لعل السبب الرئيس الذي يدفع المصارف والمؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية المصرف. والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسبا حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة

Recycle Cashالناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية المصرف، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية.

أساليب التوريق :- تقوم تكنولوجيا التوريق أساسا على وجود الايداعات المستمرة و وجود التبويب للشركات بما يساعد على اجراء عملية التقييم لها من جهة والتمويل اللاحق من جهة أخرى ،بهدف تحقيق الدخل واستبعاد مخاطر الإفلاس فضلا عن ضرورة تصنيف الموجودات حسب درجات المخاطرة، ويتم في العادة تبويب الموجودات في أربع مجموعات رئيسة لأغراض التوريق، هي المخزون، والاستثمارات، والنقدية والذمم المدينة، والمباني والمعدات، وبالنسبة للشركات المالية تبوب الموجودات الى قروض ممنوحة للشركات والأفراد واستثمارات و مبان و معدات وذمم مدينة أخرى. أما الإشكال الرئيسة لعمليات التوريق فهي القروض التجارية وتلجأ الشركات ذات القرض الخاص الى القروض التجارية البسيطة ومن خلالها يتم التمويل اللازم لشراء الأصول التي يتم توريقها مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين. كما تقوم صفقات التوريق على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح. ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:ـ

استبدال الدين :-إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى

جديدة، غير انه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطـــراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئيـــاً إلـــى ورقة مالية.

التنازل :-ومؤداه التنازل عن الأصـــول لـــصالح الـــدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيـــع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقـــوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضـــمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقـــد علـــى التوريـــق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

المشاركة الجزئية :-يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخـــصص بـــشراء الـــذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أية مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكـــد مـــن أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقا عديـــدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانة عقاريـــة وحقوق إدارة الدين كوصي عليها

المنافع الاقتصادية للتوريق :-هناك مجموعـــة مـــن المنـــافع الاقتصادية يوفرها التوريق بالنسبة للمـــصارف والمؤســـسات المالية وتتمثل في ماياتي-:

١- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عـــن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول ســـائلة لاعـــادة

توظيفها مرة أخرى. مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

٢-تقليل مخاطر الائتمان من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة

٣- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للاخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

٤- نشيط السوق الاولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارا

٥-. تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات

٦-يساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لانه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

٧-قد يسمح للشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني والقاعدة الرأسمالية المنخفضة كالمشروعات الصغيرة باقتراض الأموال بالمعدلات التي تحصل عليها الشرائح الممتازة.

٨-ان التوريق يجذب مجموعة متنوعة من المستثمرين، وبذلك سيتسع سوق الديون.

وفي الختام من الضروري أن نشير إلى أن نجاح عملية التوريق في العراق رهن بتوفر الإطار المؤسسي الكفء، الذي يتضمن الآتي:

1-تطوير سوق العراق للأوراق المالية لتكون نشطة في مجال إصدار وتداول السندات

٢-تكوين شركات متخصصة في تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق.

3-توفر منظومة متكاملة من المؤسسات، أهمها:- شركات الإقراض العقاري، والشركات المساندة مثل مكاتب الاستعلام عن العملاء، تشكيل مؤسسات التصنيف الائتماني Rating Agenciesحيث يلعب التصنيف دورا بارزا في معاملات التوريق، لانه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر الأوراق المالية بدقة، تشكيل شركات لتقييم الأصول، تفعيل دور شركات التأمين.

.

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص، تسمى في هذه الحالة شركة التوريق، بهدف إصدار أوراق مالية جديده في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية .

مزايا وفوائد عملية التوريق

- تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديده قابلة للتداول بما يساهم في زيادة السيولة لدى الشركات أو المؤسسات المتعثرة .
- مساعدة الشركات ذات العجز المالي في تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل .
- خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول .
- زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة بتحويلها إلى شركة توريق .
- زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية .
- تعتبر وسيلة جيده لخصخصة شركات قطاع الأعمال حيث يتم إعادة تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال الطرح العام .

١- ما هو دور الهيئة العامة لسوق المال ؟

- تهتم الهيئة بتنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويقع على عاتقها مسئولية ضمان أداء السوق لأعماله وفقا للقوانين واللوائح المعمول بها في مصر .
- وضع القواعد اللازمة لحماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية .

- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها للحقائق التي تعبر عنه .
- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وانه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية .
- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام قانون سوق رأس المال والقرارات الصادرة تنفيذا له .

٢-ما هي البورصة وما هو دورها؟

البورصة هي المكان المخصص لتداول سلعة أو ورقة مالية. فهناك بورصة للقطن، وبورصة للحبوب، كما أن هناك بورصة للأوراق المالية من أسهم وسندات والتي تعرف اصطلاحا بأنها سوق لتداول الأوراق المالية من خلال عملية مزايدة ذات جانبين يتم فيها مقابلة عروض البيع بأوامر الشراء. وكانوا في الماضي يعتمدون في هذه العملية على صياح الدلالين "السماسرة" معلنين بصوت مرتفع عن عروض البيع والشراء حتى يمكن مقابلة رغبة البائع برغبة المشتري وبالتالي عقد الصفقة. إلا أن هذه العملية تطورت خلال السنوات الماضية لتصبح عملية التداول تتم من خلال نظام إلكتروني حيث يمكن من خلال أجهزة الكمبيوتر مقابلة عروض البيع بأوامر الشراء. وفي مصر تعتبر بورصتا القاهرة والإسكندرية كيانا واحدا يعبر عن البورصة المصرية، وهي المؤسسة المسئولة عن تنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية. ويلزم قانون سوق رأس المال

الشركات المقيدة داخل البورصة ويتم التداول على أسهمها من خلال الجمهور أن تنشر بصفة دورية المعلومات الخاصة بها عن طريق الصحف. حيث تلزم قواعد البورصة كل الشركات المقيدة بأن تقدم للبورصة قوائم مالية ربع سنوية تلتزم في إعدادها بالمعايير المصرية للمحاسبة. كما يجب على كل من تلك الشركات أن تنشر في غضون ثلاثة أشهر من انقضاء السنة المالية التقارير والقوائم المالية التي تمت مراجعتها، وكذلك ملخصا لتقرير مجلس الإدارة في جريدتين يوميتين واسعتي الانتشار. وهذه الشركات عليها الالتزام أيضا بالإفصاح بصورة منتظمة عن كل الأحداث التي قد تؤثر على أعمالها وأرباحه. وتتسع سوق المال المصرية لتشمل النشاط داخل البورصة، والتداول خارجها ومزادات بيع سندات الخزانة Treasury Bonds. وتتم كل التعاملات على الأوراق المالية سواء المقيدة أو غير المقيدة بالبورصة عن طريق شركة سمسرة Licensed Broker مرخص لها بمزاولة مهنة السمسرة من الهيئة العامة لسوق المال .

ويتمثل دور البورصة فيما يلي :

- **تحقق السيولة الكافية للأوراق المالية حيث أن البورصة هي المكان الذي تعقد فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية .**
- **التشجيع على الادخار من أجل الاستثمار .**
- **تساعد البورصة على تحديد سعر الورقة المالية حيث تعمل البورصة بمبدأ المزايدة وبالتالي يعكس سعر الورقة العرض والطلب عليه .**

٣--ما هو دور الهيئة في الرقابة والإشراف على سوق رأس المال؟

من المهام الرئيسية التي تقوم بها الهيئة - التنظيم والرقابة على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية لضمان توفير خدمات الاستثمار بفاعليه وكفاءة للمستثمرين وضمان عدم حدوث أي غش أو خداع من جانب الأطراف المتعاملة بالسوق مع اتخاذ الإجراءات والعقوبات اللازمة لمنع تكرار هذه الممارسات في سوق رأس المال .

وأهم أنواع الرقابة التي تقوم بها الهيئة :

(أ)الرقابة على عمليات التداول: تسعى الهيئة إلى تطوير الأداء الرقابي على عمليات التداول من خلال تحليل البيانات ذات العلاقة للوقوف على العمليات التي تتم بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح التي تحكم التعامل بسوق رأس المال. (أمثلة على بعض أنواع المخالفات):

- قيام شركة السمسرة بتسجيل أوامر شراء أو بيع وهمية أو بإجراء عمليات صوريه تظهر على شاشة التداول بغرض الإيحاء للسوق بوجود نشاط على اسهم محدده وتحديد اتجاه صعودي للسعر أو العكس .
- قيام الشركة باتباع سياسة من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها والإخلال بحقوقهم وإجراء تعاملات على حساباتهم دون صدور أوامر منهم .
- قيام الشركة باستخدام أساليب تنطوي على الغش والتدليس في أعمالها وإنشاء حسابات وهمية للتعامل من خلاله .

- اشتراك الشركة في عمليات تلاعب بالأسعار بغرض التأثير على أسعار السوق .
- تعامل الشركة أو المديرين أو العاملين بها على أوراق مالية توفرت لديهم معلومات بشأنها أو بيانات عنها غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين .

(2)متابعة التزام الشركات المصدرة بمبدأ الإفصاح والشفافية : وبصفة خاصة في حالة انتشار شائعات متعلقة بأحداث جوهرية يكون لها تأثير على حركة التداول لأسهم تلك الشركات .

(3)التفتيش الدوري والمفاجئ على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية :

يعد التفتيش أحد الوسائل الفعالة للتحقق من التزام الشركات بأحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا لهما .وتقوم الهيئة بإعداد برنامج التفتيش الدوري لكل عام بحيث يتم تنفيذ البرنامج من خلال لجان التفتيش المختصة طبقا لمواعيد إجراء التفتيش وإعداد التقارير بالنتائج واتخاذ الإجراءات التي تعقب التفتيش .

-4ما هو الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية؟

السوق الأولية هي سوق الإصدار للورقة المالية وهي شهادة ميلاد الورقة عقب تأسيس الشركة وطرحها لأول مرة على الجمهور (الطرح العام الأولي Initial Public Offering)، أو عقب طرح الشركة لإصدار جديد من السندات للاكتتاب العام من الجمهور، أو عند زيادة رأس مال إحدى الشركات القائمة وطرح هذه الزيادة للاكتتاب العام. وتصدر

الأوراق المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار وعند قيد الورقة المالية الصادرة حديثا في البورصة والتداول عليها يتغير سعر الإصدار وفقا لحركة العرض والطلب، فإذا كان هناك طلب كبير على سهم معين أو سند ما فإن سعره سيرتفع بما يزيد عن سعر الإصدار ومن ثم يستطيع المشتري الأول للورقة عند إصدارها في السوق الأولية إعادة بيعها وتحقيق ربح بعد التداول عليها فيما يعرف " بالسوق الثانوية"، أي سوق التداول، وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية (بيع/ شراء) من خلال سماسرة الأوراق المالية نيابة عن المستثمرين .

٥-ما هي أهم أنواع الأوراق المالية التي تتداول بالسوق المصري؟

الأوراق المالية عبارة عن صكوك (أو مستندات) تمثل الحق القانوني والمالي لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة المالية والتي تخول لصاحبها الحق في الحصول على جزء من العائد المتغير أو الثابت، وهي إما أن تكون صكوك مديونية أو تكون صكوك ملكية .

وأهم أنواع هذه الأوراق المالية بالسوق المصري :

- الأسهم العادية (الاسمية أو لحامله)
- الأسهم الممتازة .
- سندات القطاع الخاص .
- سندات القطاع العام .
- صكوك التمويل .
- وثائق استثمار الصناديق المغلقة .
- وثائق استثمار الصناديق المفتوحة .

٦-ما الفرق بين صكوك المديونية وصكوك الملكية؟

صكوك المديونية: هي صكوك تثبت أن حاملها دائن لجهة معينه بمبلغ محدد ولفترة زمنية محددة، وهذه الصكوك تستحق فائدة ثابتة وتصدر عن جهات حكومية مثل أذون الخزانة أو جهات غير حكومية مثل السندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات غير الحكومية لآجال طويلة نسبيا (عشر سنوات أو اكثر). صكوك الملكية : تتمثل في الأسهم التي تكون في مجموعها رأس مال لشركة سواء تم إصدار هذه الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسماله .

٧-ما هو الفرق بين السهم الأسمى والسهم لحامله؟

السهم الأسمى : هو السهم الذي يسجل اسم صاحبه على صك الملكية وعندما تنتقل ملكية هذا السهم إلى شخص آخر يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم أو من خلال الحفظ والإيداع المركزي بشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة. السهم لحامله: هو السهم الذي لا يكتب اسم صاحبه على صك الملكية وتنتقل ملكية هذا السهم بمجرد تداوله بين الأفراد ولا يجوز للشركة إصدار الأسهم لحامله إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب .

٨- ما هو الشراء بالهامشMargin Trading ؟ وما دوره في تنشيط سوق رأس المال؟

الشراء بالهامش هو اقتراض العميل لمبلغ من المال من شركة السمسرة التي يتعامل معها بغرض تمويل شراء اسهم،

واستخدام استثماره في تلك الأسهم كضمان للمديونية. عادة يقوم المستثمرون باللجوء إلى الشراء بالهامش بغرض زيادة القــوة الشرائية المتاحة لهم ليحصلوا على عدد اكبر من الأسهم دون أن يسددوا كامل قيمة تلك الأسهم، وبالتالي تحقيق عائد أعلى علـــى قيمة استثماراتهم النقدية في حالة ارتفاع سعر تلك الأسهم .

٩-ما هو التوريق Securitization ؟ وما أهميته في ســوق الأوراق المالية؟

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غيـــر المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتـــداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص، تسمى في هذه الحالة شركة التوريق، بهدف إصدار أوراق مالية جديده في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول فـــي سوق الأوراق المالية .

مزايا وفوائد عملية التوريق

- تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتـــداول إلـــى أوراق مالية جديده قابلة للتداول بما يساهم في زيـــادة الـــسيولة لـــدى الشركات أو المؤسسات المتعثرة .
- مساعدة الشركات ذات العجز المالي في تحسين هيكلهـــا التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قـــصيرة الأجـــل إلـــى التزامات متوسطة وطويلة الأجل .
- خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول .

- زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقـــوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة بتحويلها إلى شركة توريق .
- زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في ســـوق الأوراق المالية .
- تعتبر وسيلة جيده لخصخصة شركات قطـــاع الأعمـــال حيث يتم إعادة تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال الطرح العام .

١٠-ما معنى" الاتجار بالمعلومات الداخلية"؟

تمنع أسواق رأس المال على المستوى العالمي المطلعين على الأسرار أو المعلومات الداخلية للشركات سواء العاملين بها (أعضاء مجلـــس إدارة الـــشركة والمـــديرين) أو الأشـــخاص الخارجيين الذين في إمكانهم الإطلاع على المعلومات الداخليـــة غير المتاحة للجمهور (مثل: المحاســـب القـــانوني/ المحـــامي/ المستشارين) من استخدام هذه المعلومات الداخلية في الاتجـــار بالبيع أو الشراء للأوراق المالية لأن هذا قد يؤدي إلى التـــأثير على سعر الورقة ولا يحقق الـــشفافية والإفـــصاح المطلـــوبين للسوق .

11- ما هي صناديق الاستثمار؟ وما هي أنواعها؟

- صندوق الاستثمار في الأصل عبارة عن شركة تأسست بهدف تجميع أموال من عدد كبير من المستثمرين وإدارتها وفقا لإستراتيجية يضعها مدير الاستثمار بالصندوق لتحقيق أربـــاح توزع على المستثمرين في وثائق الـــصندوق. فمـــن الناحيـــة

النظرية يمكن استثمار هذه الأموال في أشكال عدة مثل الأسهم أو السندات أو أدوات سوق النقد أو العقارات أو المعادن النفيسة .

- يجب على صناديق الاستثمار - طبقا للقانون المصري - أن تعتمد على مدير استثمار يتميز بالخبرة والكفاءة ليتولى إدارة الاستثمار طبقا للاستراتيجية الموضوعة، وأن يدير الصندوق على النحو الذي يحقق أقصى استفادة حسب اتجاهات السوق .
- صناديق الاستثمار تلائم عادة صغار المستثمرين، أو المستثمر الذي تتوافر لديه الخبرة الكافية أو الوقت لمتابعة استثماراته، حيث توفر إدارة صناديق الاستثمار الخبرات اللازمة لتحقيق أقصى فائدة ممكنة من استثمارات الصندوق في مختلف الأوراق المالية أو أدوات الاستثمار .

ويوجد نوعان من صناديق الاستثمار هم :

- صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Mutual Fundsتعد صناديق الاستثمار المفتوحة أكثر صناديق الاستثمار شيوعا، وتتميز هذه الصناديق بسهولة بيع وثائقها على أساس القيمة الصافية (السوقية) في أي وقت. ويتم التعامل على وثائق الصناديق المفتوحة مع الصندوق مباشرة، وتنشر إدارة الصندوق يوميا أسعار الوثائق .
- صناديق الاستثمار المغلقة Closed-End Mutual Fundsتتميز هذه الصناديق بالثبات النسبي في هيكل رأس المال، وهذا يعني أن عدد الوثائق المتداولة (الأسهم) لصناديق الاستثمار المغلقة ثابت ولا يتغير. ويمكن للمستثمر في هذه الصناديق بيع وشراء ما في حوزته من أسهم الصندوق كما هو

الحال في حالة شراء وبيع أسهم الشركات المساهمة من خلال البورصة عن طريق سمسار معتمد ومقابل عمولة. ويتحدد سعر السوق لأسهم هذه الصناديق على أساس العرض والطلب في البورصة دون النظر إلى صافي قيمة أصول الصندوق .وتتمثل العوائد التي يحققها المستثمر في وثائق الصناديق المغلقة في توزيعات الأرباح خلال فترة الاحتفاظ، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن التغير في القيمة السوقية للوثيقة عند البيع في نهاية فترة الاحتفاظ .

وهناك أنواع عديدة من صناديق الاستثمار من حيث أهدافها نلخصها في الآتي :

1- صناديق النمو Growth Funds:

يركز هذا النوع من الصناديق على الاستثمار في الأسهم .

2-صناديق الدخل:Income Funds

تقوم هذه الصناديق بتوظيف أغلب أموالها في السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة .

3-الصناديق المتوازنةBalanced Funds

تقوم هذه الصناديق بتقسيم استثماراتها فيما بين الأوراق المالية ذات معدل الفائدة الثابت، وبين الأسهم العادية .

٤-صناديق المؤشرات Index Funds:

تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية التي يشملها أحد المؤشرات شائعة الاستخدام مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠، ومؤشر فاينانشيال تايمز ١٠٠، ويسهل متابعة

المستثمرين لأداء الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشر. كما أن هناك صناديق مؤشرات سندات تستثمر أموالها في السندات.

٥- صناديق الاستثمار في الأصول السائلة Money Market Funds:

وتستثمر هذه الصناديق أموالها في الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مثل أذون الخزانة، وشهادات الإيداع بالبنوك وتهدف لتحقيق أعلى معدل عائد على الأدوات المالية التي تحتفظ به. وتتميز هذه الصناديق بانخفاض درجة المخاطر وبالتالي انخفاض العائد. إلا أنها تتميز بدرجة عالية من السيولة والأمان.

12- هل هناك قيود على استثمارات الأجانب في السوق المصري؟

تشجع الدولة رأس المال المحلي والعربي والأجنبي على الاستثمار المباشر و غير المباشر بالسوق المصري. وهناك تساوي كامل بين المستثمر المحلي والمستثمر الأجنبي في جميع الحقوق والالتزامات. بالإضافة إلى الحرية التامة لرأس المال الأجنبي في الدخول للسوق عن طريق شراء الأوراق المالية وكذلك للخروج عن طريق البيع في أي وقت مع الحق في تحويل حصيلة البيع بالعملة المحلية إلى العملة الأجنبية حسب أسعار تحويل العملة السائدة في البنوك.

١٣-ما معنى الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المالية؟

يقصد بالشفافية الإعلان للجمهور والمجتمع المالي عن المعلومات الخاصة بتداول الأوراق المالية وخاصة أوامر البيع

والشراء بهدف توفير التفاعل المطلوب بين جانبي العرض والطلب لتحديد أسعار الورقة المالية. ويقصد أيضا بشفافية التداول الإعلان عن المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تعقد فعلا من حيث الحجم والسعر وذلك حتى يتعرف المستثمرون على اتجاهات السوق. أما الإفصاح فهو الإعلان عن كل المعلومات المالية و غير المالية المهمة عن الشركات المساهمة المقيدة بهدف مساعدة المستثمر على اتخاذ قرارات بيع أو شراء ورقة مالية معينة وتقدير السعر المناسب للورقة المالية. ويعتبر الإفصاح روح سوق الأوراق المالية المنظمة وركن أساسي من أركان نجاحها وتطورها ويساهم في تدعيم الثقة بين فئات المستثمرين .

١٤-ما هو المقصود بتصنيف السندات ؟

يعكس التصنيف الائتمانى رأى جهة معينه متخصصه يطلق عليها وكالة تصنيف فى احتمال التزام الشركة او المؤسسة المصدره للسند بدفع الفوائد ورد اصل قيمة الاصدار فى نهاية فتره الاستحقاق ولايعتبر التصنيف ضمانا بأى حال من الاحوال ، بل هو احد المؤشرات الارشاديه العديده التى يستخدمها المستثمرون لتحديد المخاطر النسبية لمختلف الاصدارات من السندات . ومن ثم العائد الذى يطلبونه. وكما هو الحال بالنسبة للادوات المالية الاخرى كلما زادت المخاطر زادت المكافأة المتوقعة وبالنسبة للسندات كلما زادت المخاطر ارتفعت معدلات الفائدة .

وتتولى تصنيف سندات الشركات فى مصر الوكالات المحلية التى ترخص لها هيئة سوق المال بمزاولة نشاط تصنيف الجداره الائتمانية. كما تقوم به الوكالات الدوليه التى يعتمدها مجلس ادارة الهيئة .

وهناك نوعان من التصنيف – محلى ودولى – لايمكن المقارنه بينهما .فأى اصدار من السندات يباع فى الاسواق العالمية يحصل على تصنيف دولى يمكن مقارنته بمثيله من الاصدارات حول العالم. وعلى نفس المنوال يتم تصنيف السندات السياديه التى تصدرها حكومات الدوله المختلفه. ومن بينها مصر التى قامت باصدار سندات سياديه مؤخرا. اما على الصعيد الداخلى فان السندات تحصل على تصنيف محلى يتم مقارنته مع السندات المماثله فى نفس البلد. وتعتبر وكالتا ستاندرد آند بورز، وموديز Standard & Poor's and Moody's، هما اهم وكالتين للتصنيف الائتمانى على المستوى العالمى .

١٣–ما هو مبدأ تنويع الأستثمارات ؟

يقصد بالتنويع عملية تقليل المخاطر من خلال توزيع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الاصول التى تختلف معدلات العائد عليها كالاسهم والسندات والارصدة النقديه او اى اصول اخرى والغرض من ذلك ببساطة ، هو تجنب تركز الاستثمار فى ورقة مالية واحده او قطاع واحد مما قد يعرض المستثمر الى خسائر كبيره فى حالة هبوط اداء هذه الورقة المالية او هذا القطاع .

ويمكن القول ان التنويع هو الطريقة المثلى للمستثمر لادارة مخاطره ، وينبغى على كل مستثمر ان يقوم بتوزيع محفظة استثماراته على مجموعه من الاسهم والاوراق المالية ذات العائد الثابت والارصدة النقديه . وذلك وفقا لنسب تحددها فى الاساس معاييره الذاتيه التى تحدد درجة تقبله للمخاطر .

فعلى سبيل المثال ، تختلف نسب التنويع التى يقررها مستثمر فى العشرين من عمره لديه المتسع من الوقت ليشهد نمو مايملكه من اصول عن تلك التى يرضى بها مستثمر يناهز الخامسه والسبعين لايملك رفاهة الانتظار لذلك تختلف استراتيجيات الاستثمار عند كل منهما . فمن الانسب للمستثمر الاكبر سنا ان يميل بدرجه اكبر الى الاستثمار فى ادوات مالية مضمونه ذات عائد ثابت مع اعطاء وزن اقل للاسهم العاديه التى تتسم بطبيعتها بدرجه اعلى من التقلبات السعرية وعلى الجانب الاخر يمكن للمستثمر الشاب ان يوجه الوزن الاكبر فى محفظته الى الاستثمار فى الاسهم العاديه والوزن الاقل الى الادوات ذات العائد الثابت لوجود وقت كاف لديه لمواجهة التقلبات .

وكما هو واضح لاتوجد طريقة واحده يمكن استخدامها لتنويع الاصول ، وانما يتعين على كل مستثمر ، الاهتمام بكيفية تحديد نسب التنويع التى يقبلها للحد من المخاطر، والمهم ان يعرض المستثمر مايريده بالضبط من محفظة استثماراته ، وماهى المخاطر التى يقبل تحملها لتحقيق هذه الاهداف. واخيرا

، يجب على المستثمرين ان يدركوا عواقب اختيـــاراتهم ، وان تكون لديهم خطة طوارئ ، لانه بغض النظر عن مدى التنويع ، فقد تأتى ظروف غير متوقعه تؤثر على مايحققـــــه الاستثمار من عوائد

16-ما هو الفرق بين الشراء بالهامش و البيع على المكشوف ؟

يعتبر الشراء بالهامش شكلا محفوفا بالمخاطر من اشكال التعامل فى الاوراق المالية ، حيث يقترض فيها المستثمر اموالا من شركة السمسرة لتغطية جزء من تكلفة شراء الاوراق المالية ، وفي المقابل يقوم باستخدام الاوراق المالية المشتراه بالهـــامش – وربما غيرها من اوراقه المالية – كضمان للقرض المتمثل فى الجزء غير المسدد لشركة السمسرة من ثمن الشراء .

من ناحية اخرى ، فانه عندما يتجـــه الـــسوق للهبـــوط ويستشعر بعض المستثمرين استمراراً فى الهبوط ، فان بوسعهم القيام بالمضاربة على توقعهم ذلك من خلال بيعهم لاوراق مالية لايملكونه (بيع على المكشوف) فبدلا من اقتراض نقديه لشرائها يمكنهم اقتراض الاوراق المالية مباشرة من شـــركة السمـــسرة وبيعها على امل اعادة شرئها مرة اخرى بـــسعر اقـــل لردهـــا لشركة السمسرة وتحقيق ارباح من وراء ذلك .مع العلـــم بـــأن قوانين ولوائح سوق الأوراق المالية المصرية لا تسمح بـــالبيع على المكشوف للأوراق المالية .

ونظرا لخطورة الرافعة المالية فى عملية الشراء بالهامش – اى نسبة مايقترضه المستثمر لشراء اوراق مالية بالهامش الى قيمة ماسدده بالفعل من هذا الثمن ، فان السلطات الرقابيه دائما

تضع قواعد صارمة للغايه للحد من الائتمان الذى يمكن تقديمه للمستثمرين ولضمان عدم اهتزاز الاستقرار المالى لشركات السمسرة . وعادة ماتشترط الجهات الرقابيه متطلبات معينة بالنسبة لشركات السمسرة التى تتعامل فى الشراء بالهامش تتضمن توافر حد ادنى من صافى رأس المال (الاصول السائلة والاصول التى يسهل تسييلها والمملوكة لشركة السمسرة) كما تتضمن وضع نسبة معينة كحد اقصى لقيمة ماتتيحه شركة السمسرة من تمويل لعملائها للشراء بالهامش. وفى مصر قامت وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال باصدار لوائح جديده تحكم عمليات الشراء بالهامش .

١٧-من هم صانعو السوق ؟

فى الكثير من الاسواق تدعم عملية التداول خارج البورصة شبكة من صانعى السوق وهم اشخاص او شركات - حصلوا على تراخيص للعمل كصانعى سوق فى الاوراق المالية - يلتزمون رسميا بخلق سوق مستمرة للتداول على ورقة مالية معينة او اكثر . وهذا يعنى المخاطرة بروؤس أموالهم أو رؤوس أموال شركاتهم . ويلتزم صانع السوق فى كل يوم من ايام التداول بوضع اسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة - او اكثر - وبحيث يفصل هامش صغير بين السعرين .

ويتاح للسماسرة - عبر شاشات التداول - متابعة الاسعار المعلنة من كافة صناع السوق - وتكون هذه الاسعار المعلنة بالنسبة للصفقات التى تتم على عدد محدود من الاسهم .

اما بالنسبة للصفقات الكبيره فيكون السعر المعلن قابلاً للتفاوض . وتعقد جميع الصفقات عبر الهاتف مع نشر الانباء الخاصه به .

وفى السنوات الاخيرة ، اصبح لدى الاسواق الأكثر تقدماً نظما تسمح بتنفيذ الطلبات الصغيرة اليكترونيا مع استمرار التفاوض بشأن اسعار تنفيذ الطلبات الكبيرة بواسطة الهاتف مع تأكيدها اليكترونيا، وكما ذكرنا فان رأسمال صانع السوق معرض للمخاطر ولايسمح له بتقاضى عمولات عن البيع والشراء، وانما يحقق ارباحه من خلال الفرق بين السعر الذى يدفعه لشراء الاسهم والسعر الذى يبيعها به . وهذا مايعرف بالفارق spread وفى ضوء دور صانعى السوق فان تداول الاوراق المالية خارج البورصة يعتمد على السعر المعلن ، والذى يتم التفاوض عليه مع صانعى السوق مستقبل .

وفى الاسواق التى تعتمد على المزادات المستمرة يقوم بعض السماسرة الاعضاء – ويطلق عليهم اسم المتخصصين – بدور مماثل لصانعى السوق فهم يتعاملون على ورقة مالية معينه او اكثر لحسابهم الخاص بغرض تخفيض الفرق بين العرض والطلب على الورقة المالية .

ويقومون بدور المحفز بالنسبة للطلبات الكبيره وذلك بالجمع بين مختلف السماسرة الذين يرغبون فى شراء وبيع نفس الورقة المالية ، ويوفر المتخصصون عنصر استقرار فى السوق بقيامهم بدور المشترى عندما تسود رغبة البيع بين المستثمرين وبدون البائع عندما يغلب الطلب .

ومع ذلك ، وعلى خلاف صانعى السوق الذين يعتبـرون الطرف المقابل لكل اوامر العملاء ، فان المتخـصص يتعامـل على الورقة المالية فقط حينما لاتكون هناك طلبات للعملاء قريبه من اخر سعر بيع للورقة المالية ، ولايوجـد فـى البورصـة المصريه فى الوقت الحاضر صانعو سوق او متخصصون ولكن تجرى مناقشات حاليا حول استحداث ذلك فى السوق .

18- ما هو المقصود بالمالك المستفيد و المالك المسجل ؟

تسجل ملكية الاوراق المالية فى كثير من الاسواق المالية بأسم شركة السمسرة وليس للمستثمر (المالك المـستفيد) الـذى تشترى الورقه لحسابه بالفعل. والـشركة المـصدره لاتعـرف المالك المستفيد. وفى هذه الحاله يحتفظ مكتب السمسرة او امين الحفظ – ويعرف باسم "المالك المسجل" او "المالـك الاسـمى"، بسجلات لملكية الاوراق المالية لعملائه . وحينما يكـون هـذا المالك شركة سمسرة يقال ان الاوراق باسم الـسوق. والمالـك الاسمى مسؤول عن تحصيل الارباح لصالح المالك المـستفيد وايضا ارسال دعوات حضور الجمعيات العامـة للمـساهمين والتقارير المالية الاخرى الى العملاء مباشرة نيابة عن الشركة المصدره .

١٩-ما المقصود بمنظمات الرقابة الذاتية SRO's ؟

تعنى الرقابه الذاتية بوضع تنظـيم للانـشطة اليوميـه للشركات العامله فى مجال الاوراق المالية ، وذلك كنشاط مكمل لمهام الجهة الرقابية الحكومية والتى تتـولى مـسئوليات اكثـر عمومية واتساعا تتعلق بالسياسات العامة والمخالفات القانونيـة

الجسيمة ، وفى الاطار المقبول دوليا - بصفة عامة - يقوم مفهوم الرقابه الذاتية على الافتراض بأن اعضاء الصناعة وصلوا الى مستوى كاف من النضج - من الناحية المهنية - لوضع معايير لتسيير العمل ، تساهم فى ترسيخ طابعهم المهنى فى هذه الصناعة وتعزيز مكانتهم فى نظر الجمهور. كما يتضمن مفهوم الرقابه الذاتية ان التأكد من الالتزام بالمعايير الاخلاقية واحكام القانون يقوم به نظراء وليس هيئة حكومية ، وفى هذا الصدد تتجاوز معايير السلوك التى وضعتها المنظمات ذاتية الرقابه المبادئ القانونية والقواعد الاخلاقية القائمة ، ولعل النقطة المهمه فى هذا المقام هى ان القائمين على الرقابه ومحاسبة احد الاعضاء المخالفين هم ايضا اعضاء بذات المنظمة تعلموا اساليب السوق ويجلسون فى موقع الرقيب . وهو وضع مثالى لكيفية القيام بدور المنظمة ذاتية الرقابه .

وغالبا مايضع القواعد والمعايير الاخرى لهذه المنظمات ، مهنيون على علم ودرايه بأسس تداول الاوراق المالية وبالتالى يفترض اهم خبراء فى الموضوع المعنى . وباعتبار البورصة منظمة لتيسير التعامل بين اعضائها ورقيب لايتعامل مع المستثمرين مباشرة ، فهى فى وضع مثالى للقيام بدور مؤسسة ذاتية الرقابه وفرض عقوبات على الاعضاء لاخلالهم بثقة الجمهور ، ومع ذلك فلابد من موافقة الجهة الرقابيه الحكومية على قيامها - البورصة - بالعمل كمنظمة ذاتية الرقابه ، واخيرا ، يمكن للعقوبات على المخالفين حسب نوع المخالفه وشدتها. ان

تمنع شركة او افراد من مواصلة العمل فى مجال تداول الاوراق المالية .

20-من هم أمناء الحفظ Custodians ؟

لايتعامل المستثمرون فى معظم اسواق المال مباشرة مع مؤسسة الحفظ المركزى وانما يتعاملون عن طريق السماسرة وامناء الحفظ وفى هذه الحاله تثار تساؤلات عن كيفية تعرف احد المستثمرين على رصيد ملكيته من ورقة مالية معينة ، ومن هو المسئول عن امساك سجلات ملكية كل مستثمر من الاوراق المالية ؟. وفى مصر تحفظ سجلات الملكية بالنسبة للمستثمرين الافراد لدى شركة مصر للمقاصة ، ويتم التوصل اليها من خلال امناء الحفظ ، وهم عاده مايتبعون احد البنوك ، وبموجب اللائحة التنفيذيه لقانون الايداع والقيد المركزى ، حل امناء الحفظ تدريجيا محل شركات ادارة السجلات فى السوق المصريه ، وهذا التغيير منع تعديل سجلات ملكية المستثمر الا من خلال طرف اخر (بخلاف شركة السمسرة) ويستطيع المستثمرون ان يطلبوا معلومات عن ملكيتهم من امناء الحفظ او من شركة مصر للمقاصة مباشرة ، وهذه خدمة ليست متوفره لدى مؤسسات الحفظ المركزى فى معظم اسواق المال الاخرى.

المراجع

١ – د.حسين فتحي عثمان , بحث عـن التوريـق المـصرفى الممارسة والاطار القانونى, الدليل الالكترونى القانونى العربى.

٢- جريدة المصرى اليوم

٣- جريدة الشرق الاوسط اللندنيه.

٤- مجلة الجيش البنانيه, تيريز منصور.

٥ – د/عبدالله بن حسن السعيدي , التـورق كمـا تجريـه المصارف في الوقت الحاضر

٦- دبي-الأسواق.نت

قائمـــة المراجـع

أ- باللغة العربية:

١- التوريق العقاري كأحد آليات تفعيـل قـانون التمويـل العقاري، بنك الإسكندرية، النشرة الاقتصادية، المجلد الخـامس والثلاثون، ٢٠٠٣.

٢- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديـوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ٢٠٠٥.

٣- عبد القادر بلطـاس، الاقتـصاد المـالي و المـصرفي "السياسات و التقنيات الحديثة فـي تمويـل الـسكن"، ديـوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة طبع.

٤- هشام فضلى، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلـة- التوريق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ٢٠٠٤.

ب- باللغة الفرنسية:

1- Ahmed Silem, Jean-Marie Albertini, Lexique d'économie, 6 ème édition, Ed DALLOZ, Paris, 1999.

2- Anne Benoit-Moury et al, Chronique de droit à l'usage du notariat, 1ère édition, Ed Larcier, Belgique, 1999.

3- Deep. A et D. Domanski: « Marchés immobiliers et croissance économique : enseignements de la vague de refinancements aux États-Unis », Rapport trimestriel BRI, septembre 2002.

4- Évolution économique et monétaire en Algérie, Banque d'Algérie, rapport 2004.

5- Guide pratique pour le refinancement des crédits au logement, SRH-SPA.

6- Kamel CHEHRIT, Techniques et pratiques bancaires - financières et boursières, Ed G.A.L, Alger, 2003.

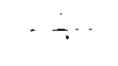
7- La Banque Mondiale, La performance macroéconomique et sectorielle des politiques du logement dans des pays de la région MENA, étude comparative : Algérie, Egypte, Iran, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie et Yémen, Avril 2005.

8- Les condition de refinancement du crédit hypothécaire et modalité de suivi, guide pratique, SRH-DTI, Octobre 2003.

9- Michel Rouach et Gérard Naulleau, Le contrôle de gestion bancaire et financier, 4ème édition, Ed Revue Banque, Paris, 2002.

10- Nicolas JACHIET et al, Rapport d'enquête sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire,

Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie, France, 24 novembre 2004.
11- Projet d'assistance technique pour le développement du crédit hypothécaire en Algérie, Rapport de la banque mondiale N° 21446-Al, 5 juin 2002.
12- Robert FERRANDIER et Vincent KOEN, Marché de capitaux et techniques financières, 4e édition, Ed ECONOMICA, Paris, 1997.
13- SRH - Bilan et perspectives 1997-2003.



الفهرس

رقم الإيداع : ٢٢٦٤٣ / ٢٠٠٨
الترقيم الدولي : ٢- ٠٥١ - ٤٣٨ - ٩٧٧





المكتب الجامعى الحديث
مساكن سوتير - أمام سيراميكا كليوباترا
عمارة (5) مدخل (2) - الأزاريطة - الإسكندرية
تليفون : 4818707 / 03 - تليفاكس : 4865277 / 03 / 002